

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

供应周期，资源先行

——化工行业2024年中期策略报告

有色与新材料 强于大市（维持）

平安证券研究所

分析师：陈潇榕 S1060523110001（证券投资咨询）

邮箱：chenxiaorong186@pingan.com.cn

研究助理：马书蕾 S1060122070024（一般从业资格）

邮箱：mashulei362@pingan.com.cn

2024年06月21日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

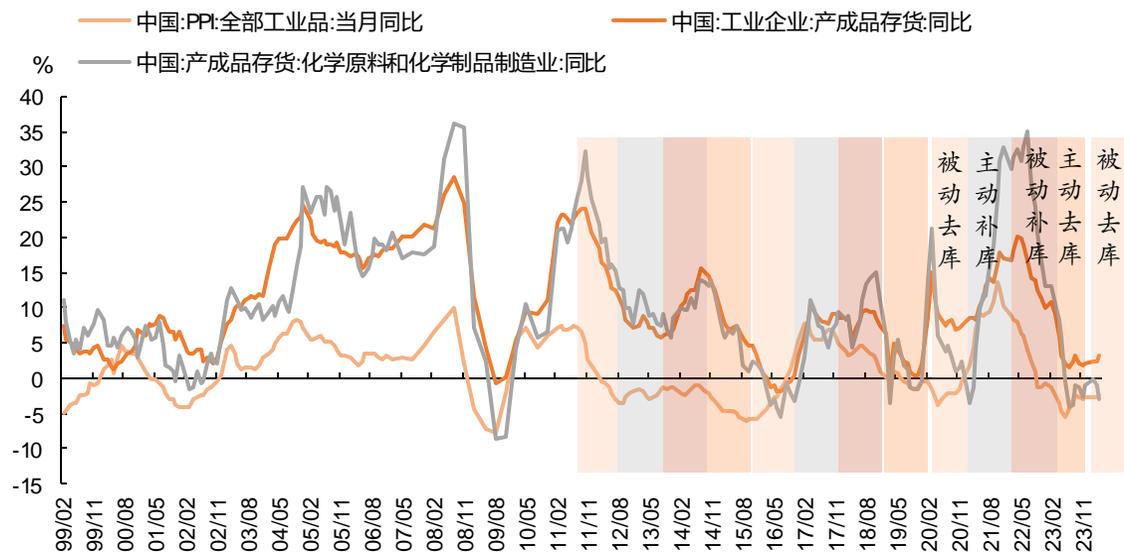
投资要点

- **全球资本开支增速放缓环境下，上游资源具稀缺性且供应趋紧的细分领域更具长期投资价值。**
- **煤炭：国家对煤炭市场调控再加强，2024年煤炭供应以“稳”为主，需求端在宏观经济回暖预期下有望维持增长。**从2024年上半年国际煤价窄幅震荡走势可见，地缘冲突对煤价影响较小，且我国煤炭高自给率，煤价主要锚定因素仍是供需。供应侧，近两年国内新批煤矿产能规模较少，远期供应弹性有限，重点产煤省份全年煤炭产量规划仍以“稳”为主，全年供应或同比持稳；需求侧，高挂钩宏观经济增速，上半年化工用煤高增、电煤保持5%左右增长，煤价较去年同期更早进入旺季涨价阶段。展望后市：短期来看，夏季用电高峰期将迎，市场对需求预期偏强，看好三季度煤价上行趋势，实际供需仍要结合水电贡献和旺季民电耗量进一步判断；中期来看，地产政策发力或带动水泥和钢厂用煤需求回暖，稳价保供和国家加强调控趋势下，2024年整体煤价或呈窄幅震荡走势。此外，今年以来煤企股价与煤价走势相关性减弱，演绎出“中特估+高股息高分红”带来的估值溢价效应，高比例长协定价模式下，煤企持续稳定的盈利能力和良好的资本开支率保障了高分红的长期稳定性，且相较于其他行业，煤企具高ROE、低PB特征，估值仍具提升空间。
- **磷化工：磷矿供应收紧支撑磷化工价格中枢，三季度磷肥备肥旺季将开启。**2024年上半年磷矿价格高位持稳运行，矿山安全监管和环保趋严形势下，供应偏紧局势延续，相较于2023年随着下游磷肥淡旺季呈现明显的季节性波动，今年上半年的磷矿石价格走势更为平稳。据梳理，2024年磷矿供应增量有限，新增矿山集中放量或于2025年下半年开启，因此我们认为今年下半年磷矿石价格中枢仍将保持坚挺，原料成本支撑强劲，待三季度磷肥备肥旺季启动，叠加新能源市场保持增长、铁锂电池占比提升带动湿法磷酸需求增加，磷化工产品价格有望阶段性走高。
- **氟化工：优质萤石资源稀缺、成本支撑强劲，自2024年起三代制冷剂生产总量锁定，供需格局逐步改善。**2024年我国开展全国性的萤石矿山安全专项整治，6-7月将进入重点检查阶段，8月抽查和总结，矿山安全严监管下，大量小型老矿山陆续减停产出清，对全年供应量造成一定影响，当前萤石库存处相对低位，供需偏紧，未来萤石资源逐步减少或将成为长期趋势，近年来萤石价格中枢亦呈明显上移趋势。同时，自2024年起三代制冷剂供应总量正式锁定，配额核发，呈高集中度；需求端今年上半年家电和汽车内需出口表现超预期，叠加全国性消费品以旧换新补贴政策驱动，供需结构改善，制冷剂价格高位支撑偏强。
- **投资建议：**我们预计下半年化工行业有望呈现内需出口逐渐回暖、部分化工品供需阶段性错配仍存的局面，被动去库阶段看好高分红龙头白马股配置价值，建议关注供应端确定性趋紧、需求端逐渐回暖的板块。其中，氟化工-萤石供应紧张，制冷剂HFCs总量锁定，终端家电汽车消费增势强劲，关注制冷剂和萤石龙头-巨化股份、三美股份、金石资源；磷化工-磷矿供需延续偏紧格局，磷肥旺季将开启，建议关注磷矿磷肥龙头-云天化、川恒股份、兴发集团；煤化工-煤矿增量有限，用电高峰将迎，建议关注“中特估+高分红”的资源型煤企-宝丰能源、中国神华、广汇能源、湖北宜化。
- **风险提示：**1) 经济复苏不及预期，需求低迷风险。如果未来全球及中国经济复苏乏力、固定投资和消费低迷，或者国际贸易争端增加，化工品需求将受到较大的影响。2) 安全监管和环保政策力度不及预期的风险。如果矿山安全监管和环保政策实施效果低于预期，资源端供应释放进程快于预期，化工行业可能重新陷入产能过剩的状态。3) 开工率和库存、原料价格大幅波动的风险。

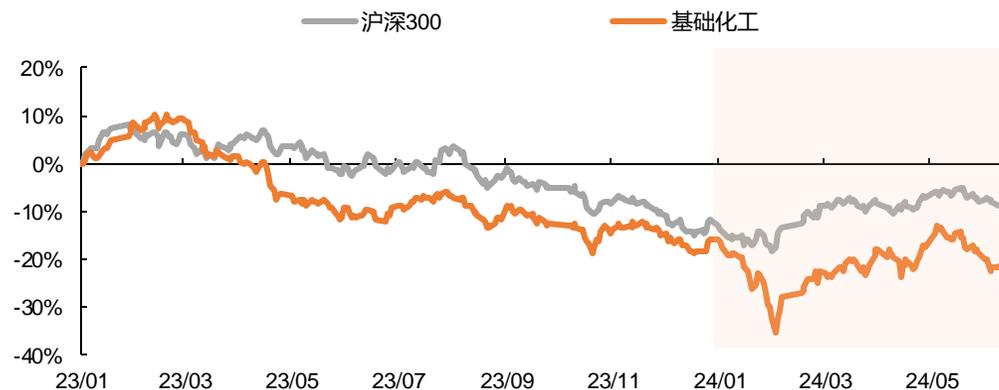
行情复盘：被动去库阶段，上游资源供应偏紧板块价值凸显

➤ 2024年化学原料和制品整体或处被动去库阶段，主动补库的拐点仍需根据国内外宏观经济恢复态势判断。从行业指数走势来看，截至2024.6.17，基础化工指数较年初下跌8.56%，5月以来制造业生产需求有所趋弱导致化工景气度回落，但上游资源端供应偏紧的板块表现坚挺，在申万三级化工细分行业指数中，动力煤、油田服务、聚氨酯、炼油化工、磷肥及磷化工、煤化工、氟化工等指数涨幅靠前。

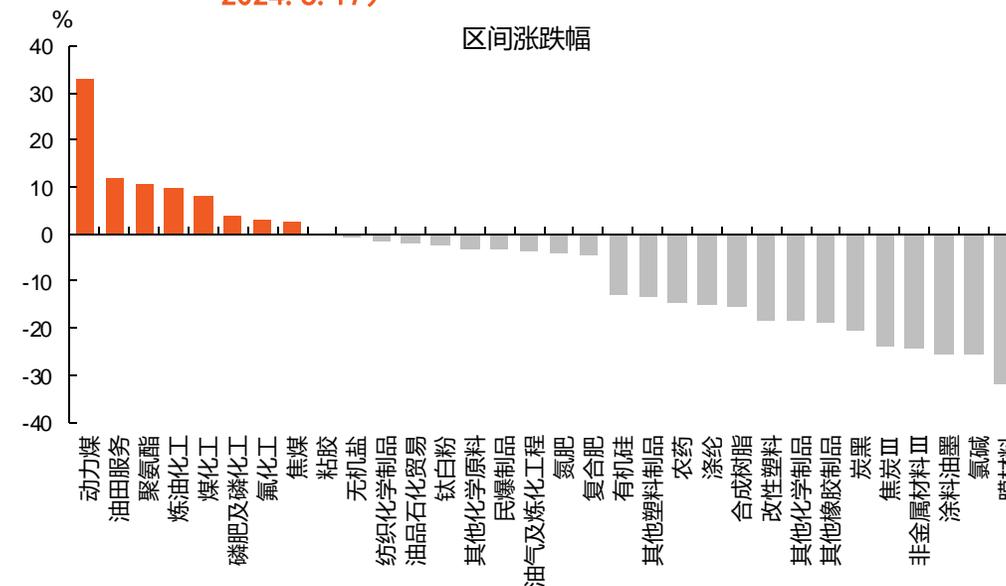
化工品制造业库存周期所处阶段



基础化工和新材料累计涨跌幅



化工细分板块区间涨跌幅 (2024.1.1-2024.6.17)



CONTENT

目录



第一部分 煤炭：供应以稳为主，夏季电煤旺季启动

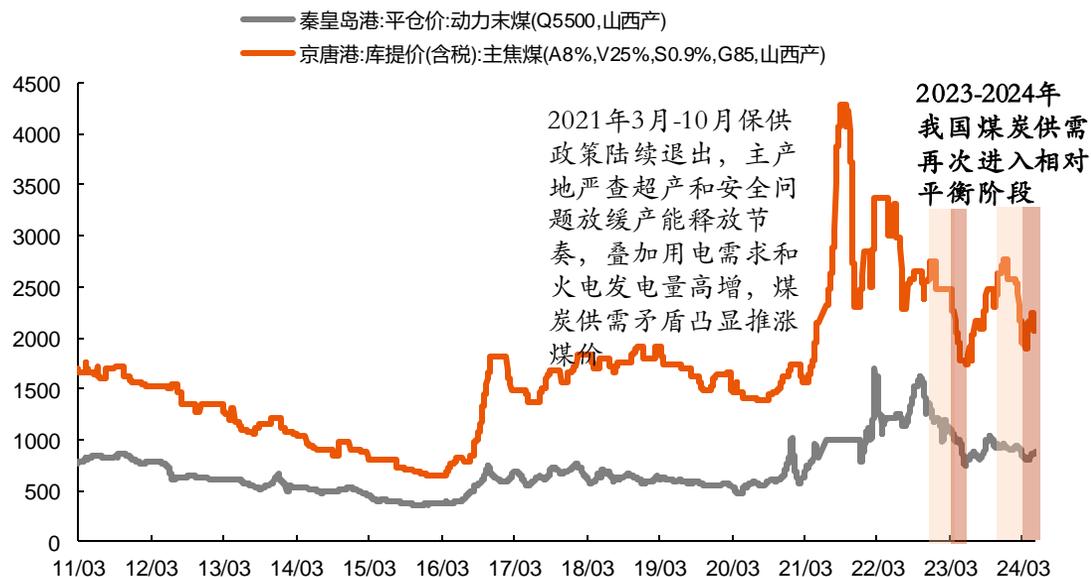
- ◎ 供给端：煤矿增量弹性有限，俄蒙关税恢复或收紧进口
- ◎ 需求端：化工用煤率先回暖，夏季电煤高峰将迎



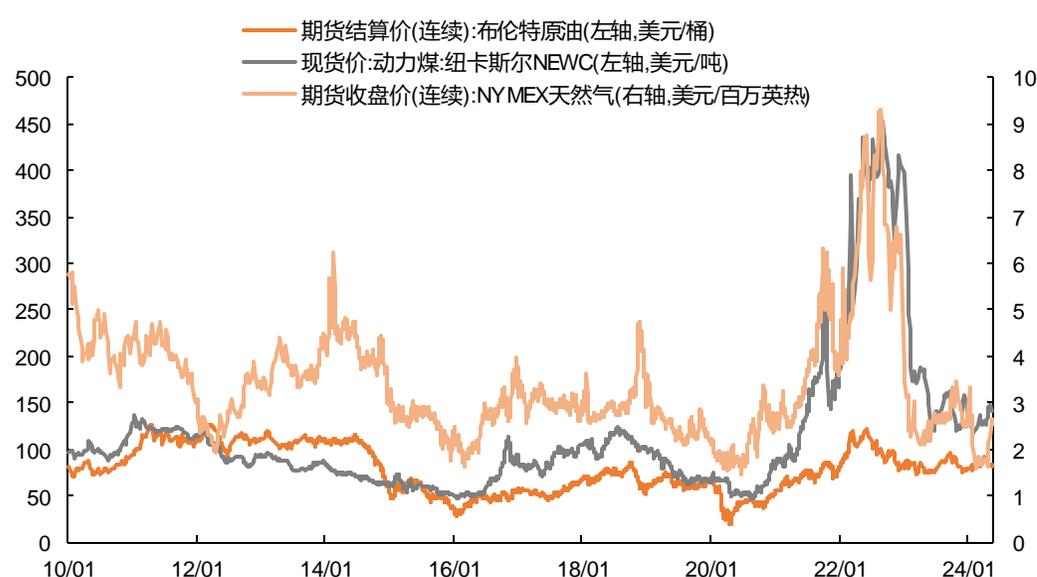
2024H1动力煤价格坚挺，全年煤价或呈窄幅震荡走势

- **复盘2024年煤价走势：**2024年国家对煤炭市场调控进一步加强，煤炭处稳价保供阶段，上半年动力煤价格相对坚挺，焦煤走势和2023年同期基本一致，冬储行情结束后煤价季节性回落，但4月以来煤价较2023年提前进入上行通道，主要原因一方面政府加大矿产安全监管和环境保护力度，部分小煤矿停产整治，叠加全球气温上行趋势下，市场对即将进入旺季的煤炭供需存在阶段性短缺的担忧，另一方面是年初以来化工品价格反弹，消费和开工回暖带动化工用煤需求增势较好。此外，5月23日，国务院印发《2024—2025年节能降碳行动方案》，国家对煤炭供应和消费总量监管力度加强，长期煤炭供需或呈边际趋减态势。
- **展望后市：**短期来看，夏季用电高峰期将迎，市场对需求预期偏强，电煤日耗将上行，看好三季度煤价上行趋势，电煤实际供需仍要结合水电贡献和旺季民电耗量进一步判断。中期来看，稳价保供和国家加强调控趋势下，2024年整体煤价或呈窄幅震荡走势。

国内煤价走势（元/吨）



国际能源价格走势

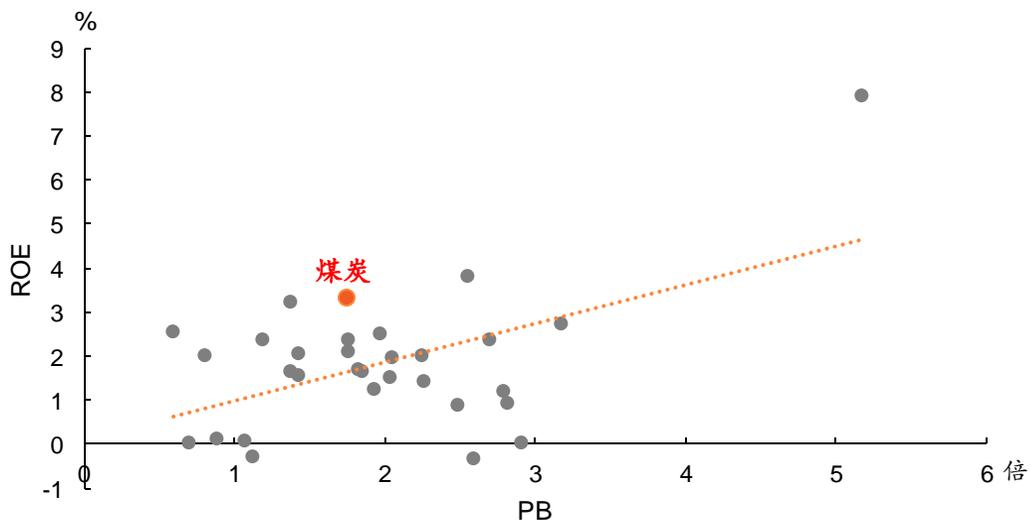




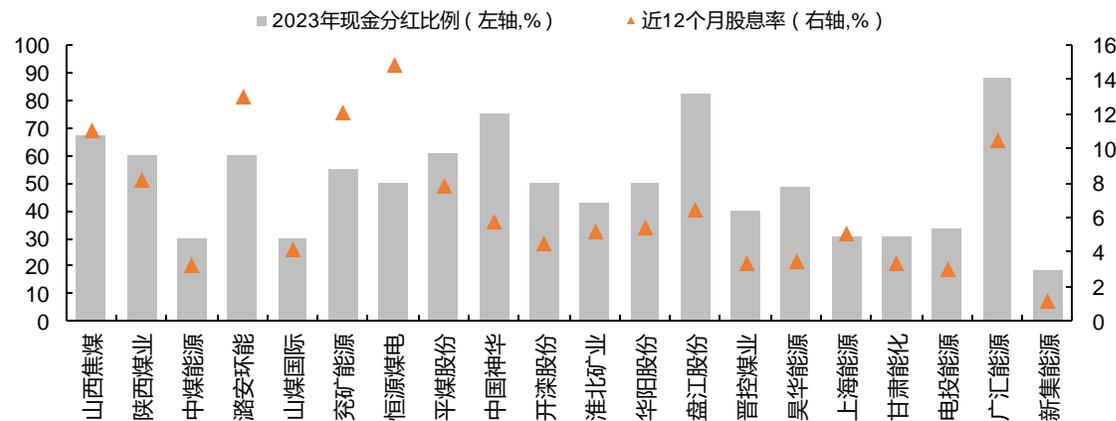
煤企“中特估+高分红高股息”，估值仍具提升空间

- 煤炭指数长期高挂钩煤价走势，自2024年初以来逐渐摆脱高度锚定煤价局面（供需关系决定），演绎出中特估+高股息高分红带来的估值溢价效应。高长协定价模式下，煤企持续稳定的盈利能力和良好的资本开支率保障了高分红高股息的长期性，在当前国内低利率环境下，具备较强确定性收益的投资或更具吸引力。
- 据ifind数据，对比申万一级行业指数ROE（2023年）-PB（近12个月），煤炭指数位于线性回归线上方，具高ROE/低PB，相较于其他行业仍存估值提升空间。

煤炭指数位于申万一级全行业指数ROE-PB线性趋势上方



主要煤炭股现金分红率和股息率



煤炭行业指数PE和煤价走势



资料来源：Wind，ifind，平安证券研究所

CONTENT

目录



第一部分 煤炭：供应以稳为主，夏季电煤旺季启动

● 供给端：煤矿增量弹性有限，俄蒙关税恢复或收紧进口

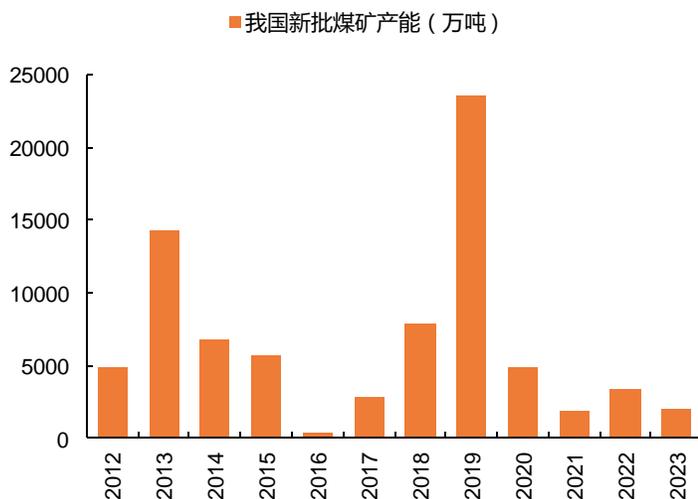
● 需求端：化工用煤率先回暖，夏季电煤高峰将迎



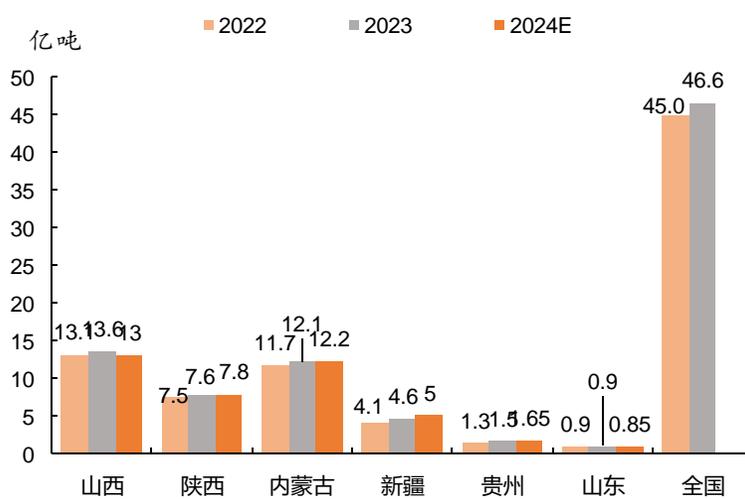
各省规划以“稳”为主，煤矿远期供应弹性有限

- 2024年以来涉煤条例方案仍向低碳环保转型、加强矿山安全、保供稳价等方面发力。就政策层面来看，我国煤炭供需两端长期均有收紧态势，供需结构整体仍将以平衡为主，供应端提高准入条件、开采中加严安全环保监管，需求端推进煤炭减量替代、严控消费。
- 供应方面，2019年后我国新批煤矿产能规模明显下降，远期煤炭供应增量弹性有限，预期2024年我国煤炭供应能力或仍将保持较稳定的水平；且在供给侧改革后，表外煤炭产量逐步被纳入统计范畴，煤炭供应弹性收缩，行业进入重构的再平衡阶段。
- 据CCTD，2023年我国煤炭主产地晋陕蒙新四省原煤产量近38亿吨，占全国总量的81%，四省已对2024年煤炭产量作出规划，除新疆外，其他地区以“稳”为主，新疆规划增量和2023年同比增量基本相近。综上，预计2024年我国煤炭产量将小幅增加，但同比增速或放缓。

我国新批复煤矿产能规模下降



我国主要产煤地区2024年煤炭产量规划



2024年重点涉煤文件

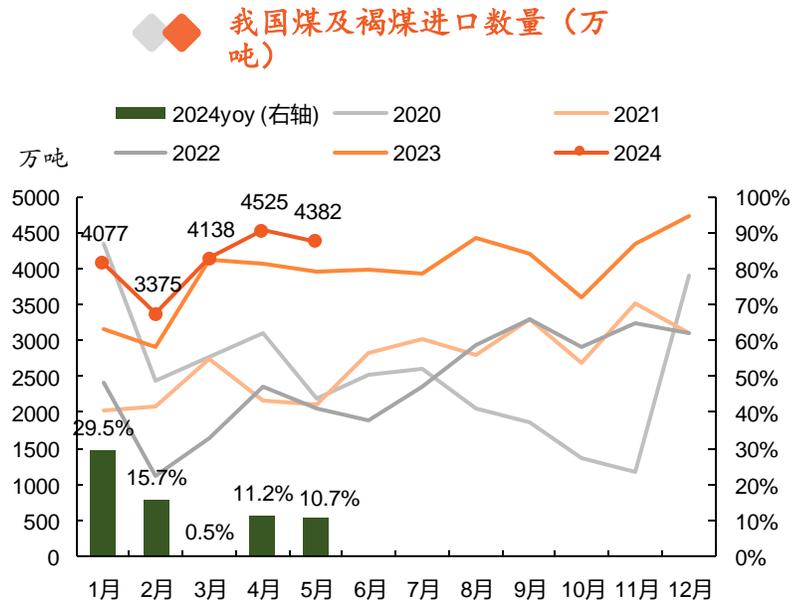
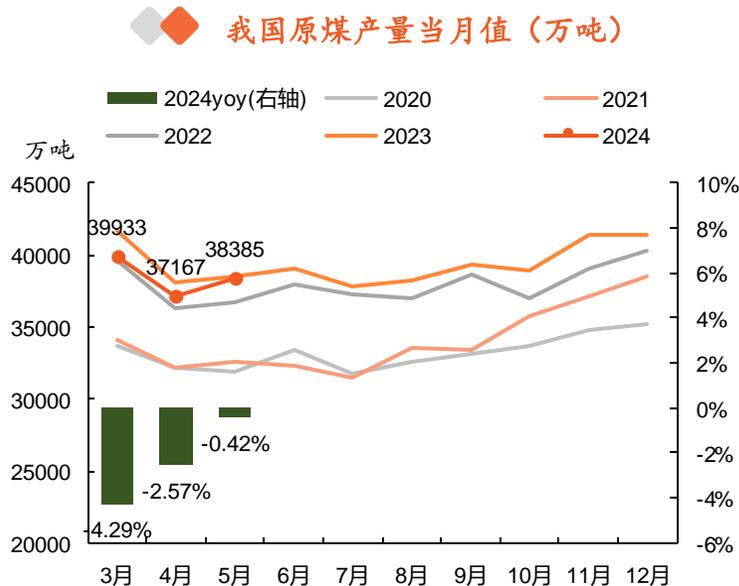
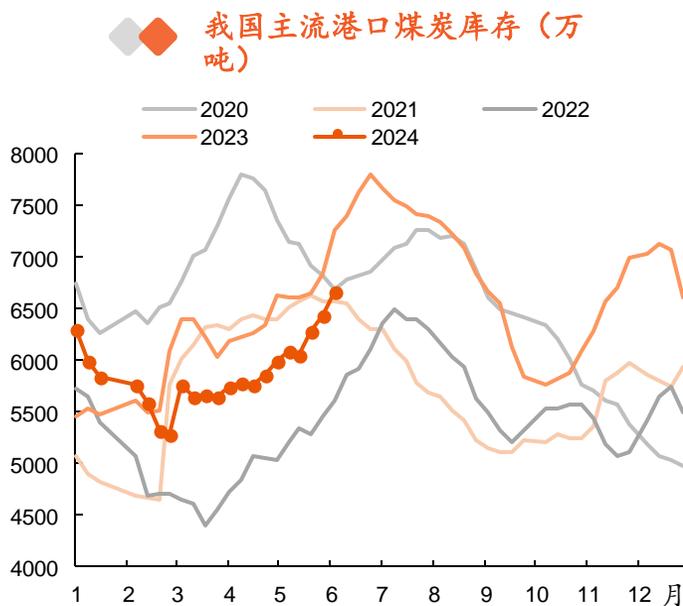
时间	文件	内容
1.22	《2024年能源监管工作要点》	能源安全保供作为监管首要任务
1.25	《碳排放权交易管理暂行条例》	5.1起实施，通过市场机制控制和减少二氧化碳等温室气体排放
2.2	《煤矿安全生产条例》	5.1起实施，严查风险隐患，严格准入条件，落实监管监察责任
3.4-3.11	《两会工作报告》	能源资源供应稳定。单位国内生产总值能耗降低2.5%左右
4.12	《关于建立煤炭产能储备制度的实施意见》	到2027年初步建立煤炭产能储备制度，到2030年力争形成3亿吨/年左右可调度产能储备
5.23	《2024—2025年节能降碳行动方案》	严格合理控制煤炭消费。重点削减非电力用煤。到2025年底公共机构煤炭消费占比降至13%以下

资料来源：中国煤炭报, CCTD, 中国政府网, 平安证券研究所



山西查三超收紧国内供应，煤炭关税部分恢复或收紧进口

- 2024年我国主流港口煤炭库存整体下移。1-2月冬季用煤高峰库存季节性回落，3月进入淡季后逐步累库，库存较2023年同期整体下移。
- 政府加大矿山安全生产监管力度，山西开展煤炭查三超整治行动，非先进产能减产压力加大，据山西省能源局，2023年山西省煤炭产量13.78亿吨（目标设定13.65亿吨），先进产能占比超过80%，非先进产能大约在2.5-3亿吨左右。2024年上半年我国原煤产量同比下滑，国内供应进一步收紧，据国家统计局，2024年1-5月我国规上工业原煤累计产量18.6亿吨，同比下降3.0%。
- 据海关总署公布数据，2024年1-5月我国进口煤炭2.05亿吨，同比增长12.6%，主要原因一方面进口煤价下跌、较国产煤具价格优势，另一方面我国内需回暖由进口补缺。但今年起我国恢复俄罗斯及蒙古进口煤关税征收，进口成本增加导致价格优势收缩，且后市随着山西逐步复产，煤炭进口量或趋减。



资料来源：Wind，海关总署，国家统计局，平安证券研究所

CONTENT

目录



第一部分 煤炭：供应以稳为主，夏季电煤旺季启动

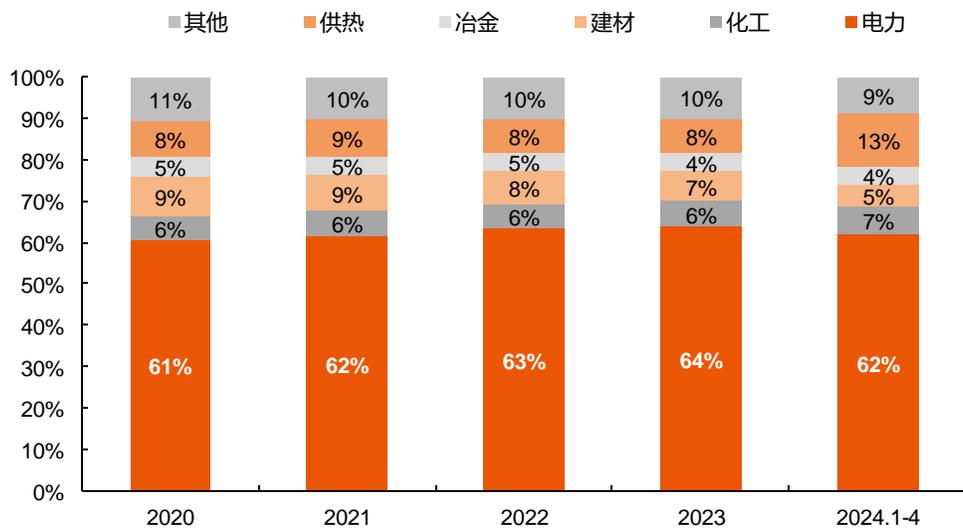
◎ 供给端：煤矿增量弹性有限，俄蒙关税恢复或收紧进口

◎ 需求端：化工用煤率先回暖，夏季电煤高峰将迎

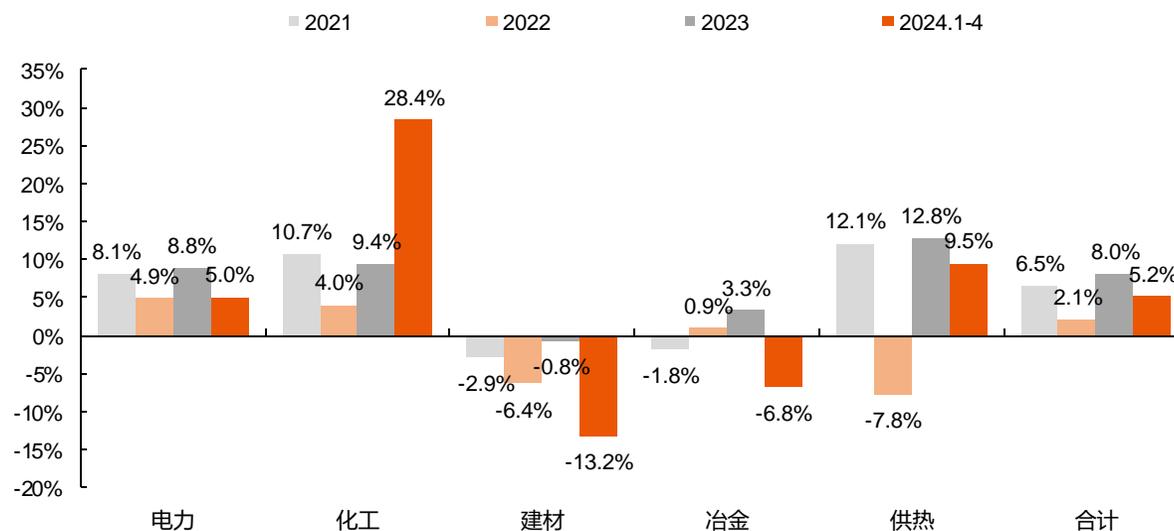
24H1化工用煤高增、电煤需求保持增长

- 需求方面，我国煤炭消费结构稳定，以电力耗煤为主、占比超60%，另用于烧煤供热、制水泥、炼钢、煤制烯烃、煤制醇氨等，终端电力、地产、化工等领域景气度和国民经济增速具有高相关性，2024年1-5月我国制造业景气上行、工业生产力和内需加速回暖带动煤炭消费增加，据国家统计局，2024年1-5月全国规模以上工业增加值同比增长6.2%；据中国煤炭网，2024年1-4月我国煤炭各领域耗煤总量同比增加5.2%，其中化工领域耗煤同比高增28.4%，供热烧煤耗量同比增加9.5%，电力耗煤同比增加5%。
- 2024年我国设定经济增长目标在5%，经济稳定增长与能源消费情况密切相关，考虑到今年水电等清洁能源供应有所好转，叠加《2024—2025年节能降碳行动方案》中提出要严格合理控制煤炭消费，推动煤电低碳化改造和建设，电力耗煤增速或有所放缓，其他非电力领域或将进一步推动煤炭等量或减量替代，从而削减煤炭用量。预计2024年我国煤炭消费量或将和宏观经济增长目标相近。

我国煤炭下游消费结构



煤炭主要应用领域耗煤量yoy

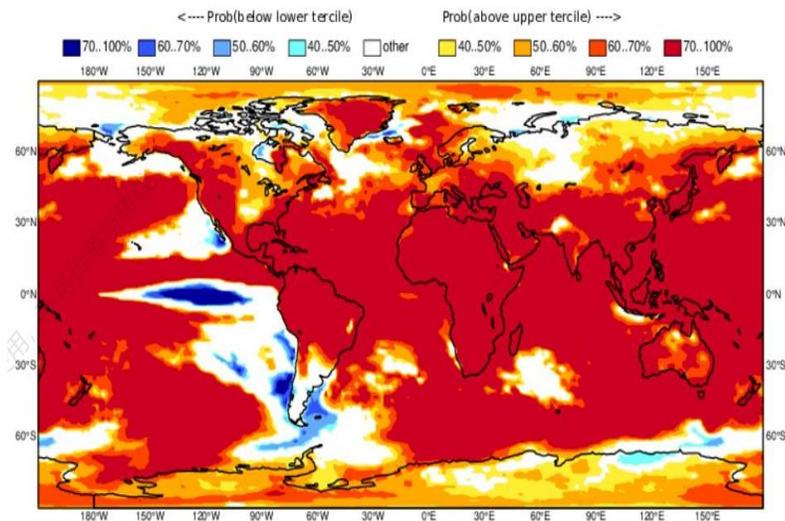




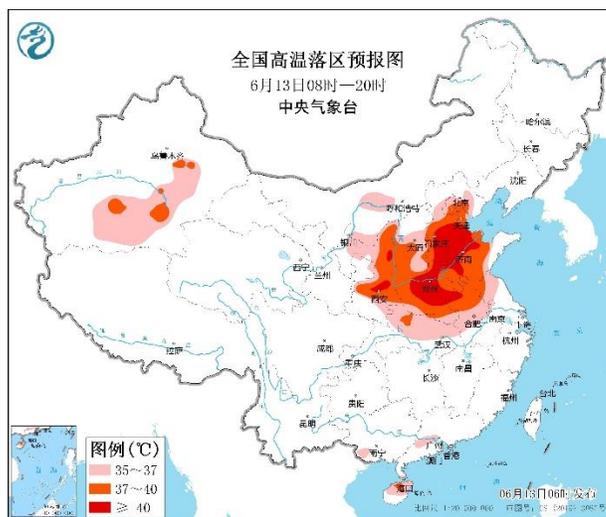
电煤需求：夏季用电高峰将迎，电煤日耗将加速回暖

- 温室效应影响下，全球气温上行，电力需求逐年增加，煤炭用于电力燃烧发电的消耗量也在相应提高。自5月下旬以来，我国各地区渐进入夏季高温天气，6月为传统煤炭备货季，三季度民电高峰期将迎，电煤消耗量将呈季节性环比显著提升。
- 据国家能源局，2013-2023年我国全社会用电累计量年复合增速达5.65%，2024年1-4月全社会用电量30772亿千瓦时，同比增长9.0%，国民经济加速回暖提高电力需求增速。2024年3月气温回暖进入供热和用电淡季后，我国重点电厂煤炭日耗量降幅较大；6月旺季启动后，电厂补库和煤炭日耗量有望加速上行。

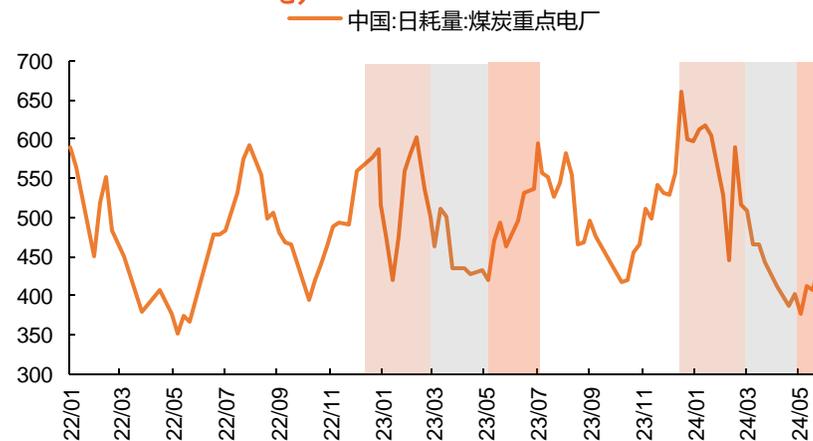
◆ 2024年6月全球地表温度预警



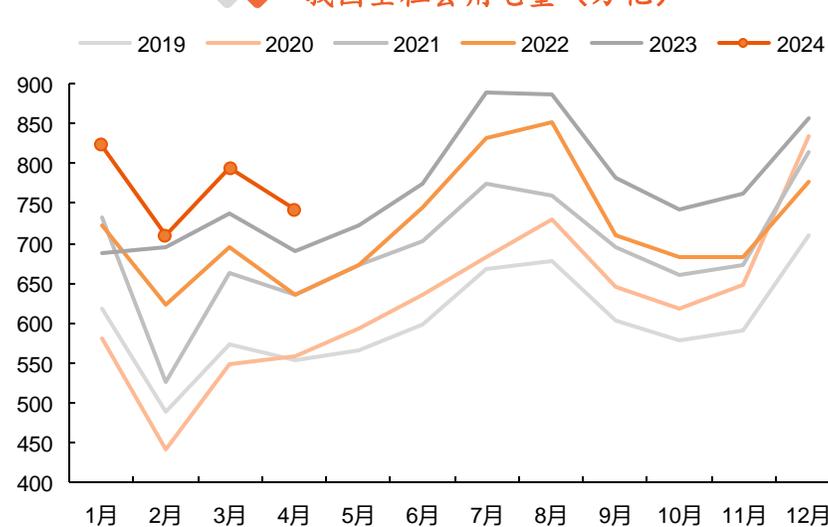
◆ 6月13日全国高温落区预报图



◆ 我国重点电厂煤炭日耗量 (万吨)



◆ 我国全社会用电量 (万亿)

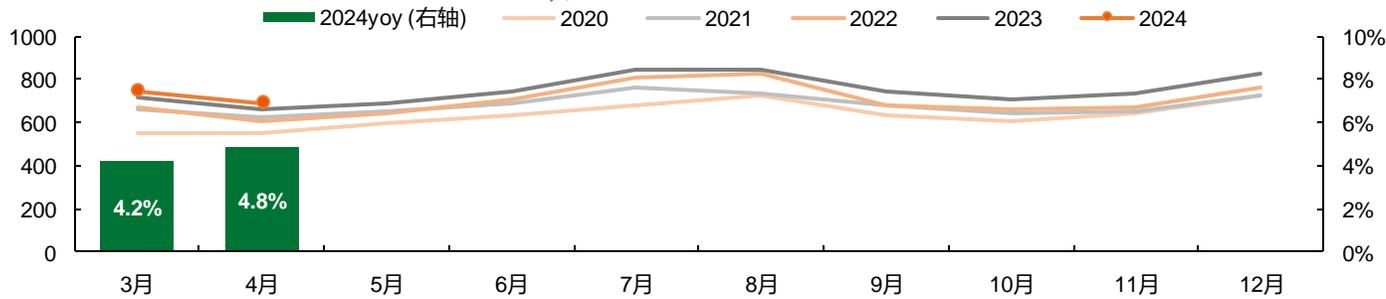




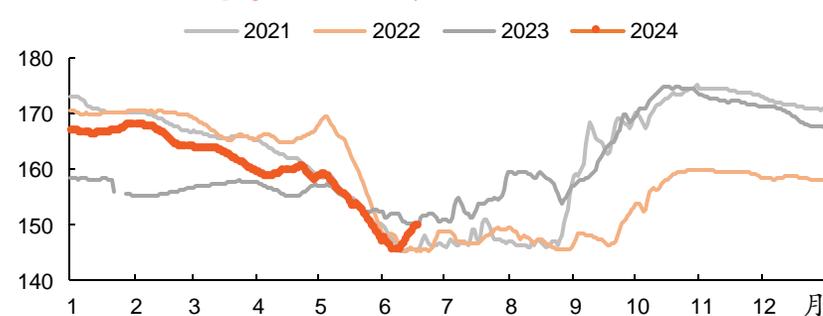
水电供应尚存较大不确定性，火电保持增长驱动电煤需求

- 据国家统计局，2024年1-4月，我国规模以上工业发电量合计达29329亿千瓦时，同比增加6.1%，其中火电1-4月发电量同比增加5.5%（据wind数据，4月火电发电量同比增长1.9%），水电1-4月发电量同比增加7.5%（据wind数据，4月水电同比增长22.1%）。
- 今年水电供应受降水量增加和去年同期低基数影响，同比有明显的缓和态势，但从三峡水库站水位线来看并未实质性改善，2024年三峡水库水位线较2021年和2022年仍偏低，且6月进入枯水季后后续水电供应能力存在较大不确定性，因此中短期内火电在我国供电结构中仍将起到中流砥柱的作用（据国家能源局，2024年前四月火电发电量占到总发电量的65%以上），从上半年火电发电情况来看，预期今年火电对煤炭的消耗量同比仍将小幅增加。

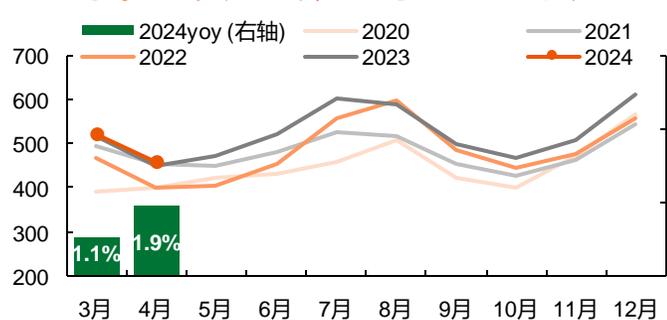
我国月发电量合计（万亿瓦时）



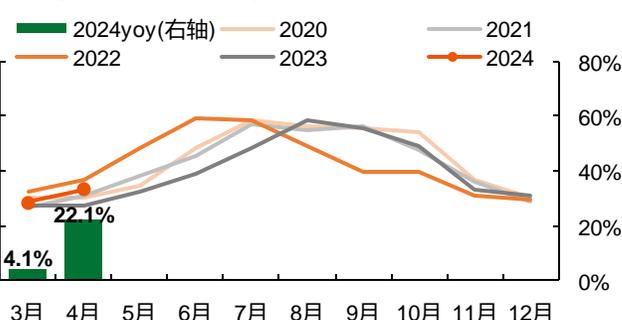
三峡水库站水位（米）



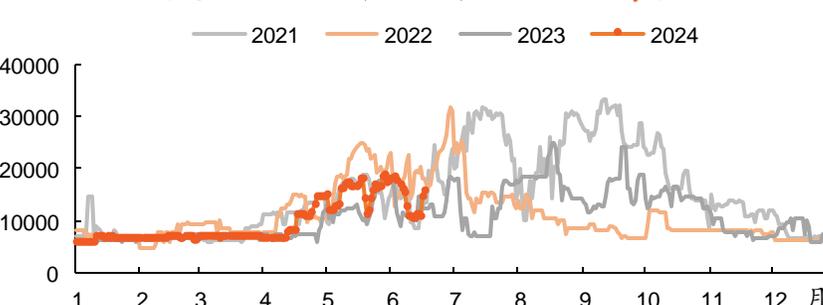
我国火电月发电量（万亿瓦时）



我国水电月发电量（万亿瓦时）



三峡水库站出库量（立方米/秒）

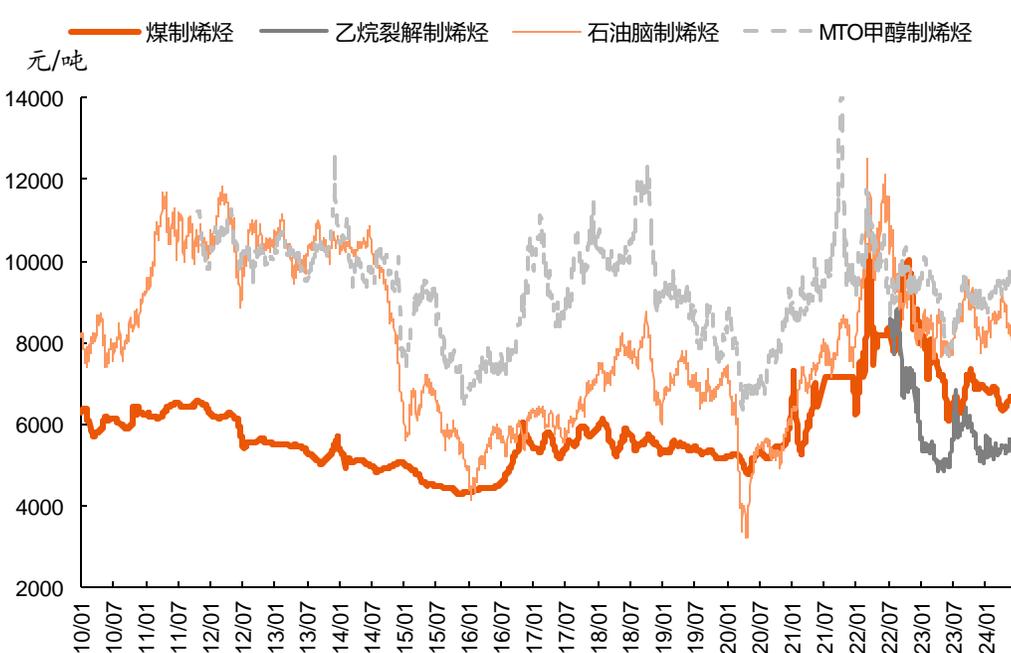




化工用煤：煤制烯烃仍具成本优势，经济回暖化工品开工上行

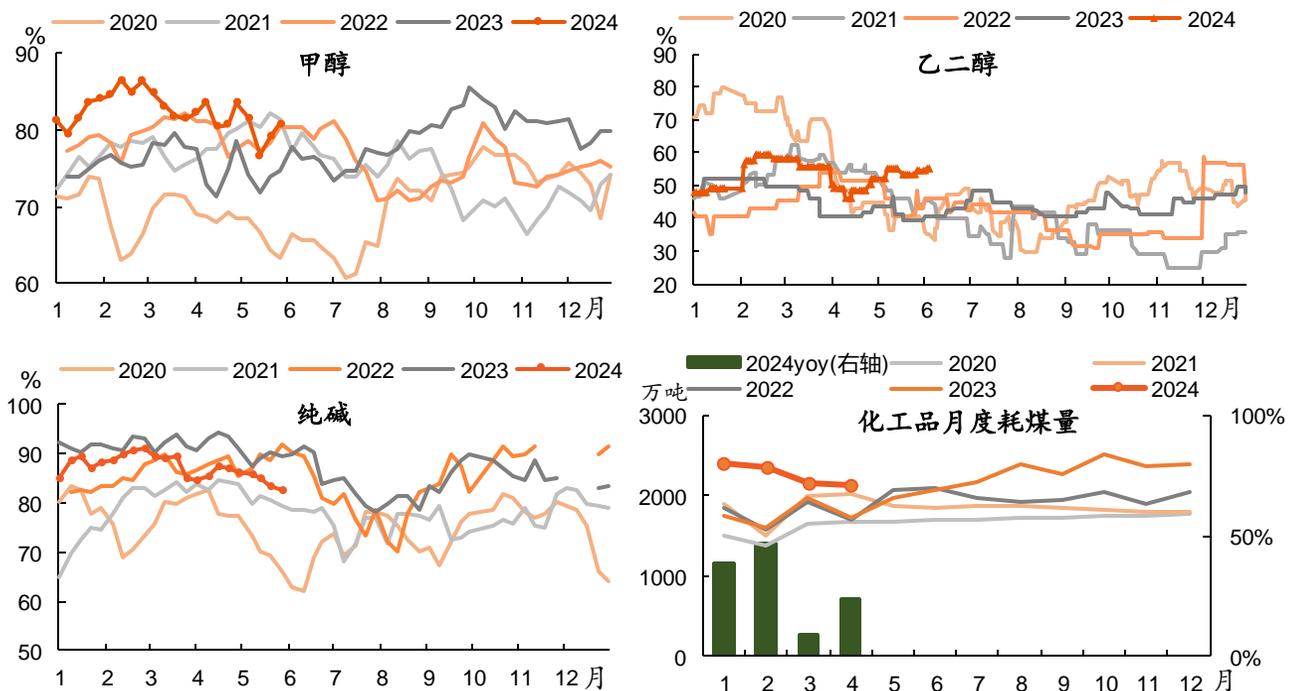
- 非电煤需求中，2024年以来化工行业对煤炭的消耗量同比增速表现最为亮眼，其中氨醇和烯烃是两大耗煤的重要产业链。因煤油价差长期存在，煤制烯烃的原材料成本优势仍显，加上美国乙烷出口已近满负荷、新增产能有限，我国煤炭高自给、具备煤制烯烃规模化产能，制烯烃耗煤仍有望保持增长。据中国能源报，2023年我国煤(甲醇)制烯烃产能达1865万吨/年，同增5.3%，较2019年增长17.9%。
- 自2023年7月中央政治局会议释放稳增长、扩内需的积极信号，化工品开工率和产销逐渐走出疲态、景气回暖，今年上半年甲醇、乙二醇、合成氨、纯碱等化工品开工率和耗煤量同环比呈现较好抬升趋势，后市随着我国经济逐步回温，工业制造业景气上行，化工耗煤需求有望保持增长。

烯烃制备不同路径下的材料+加工费成本对比



资料来源：Wind，平安证券研究所

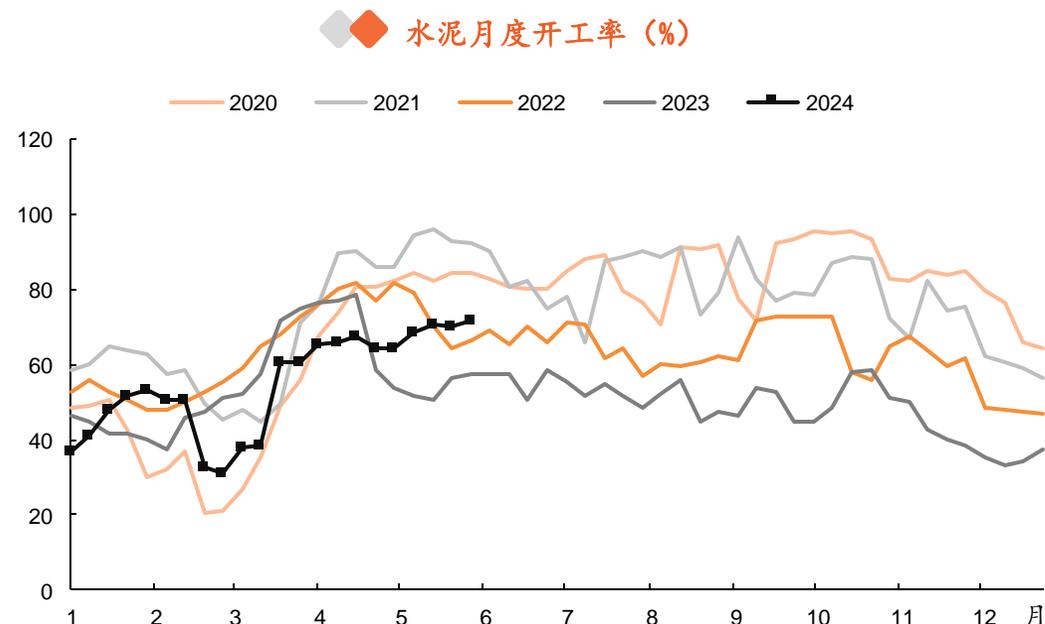
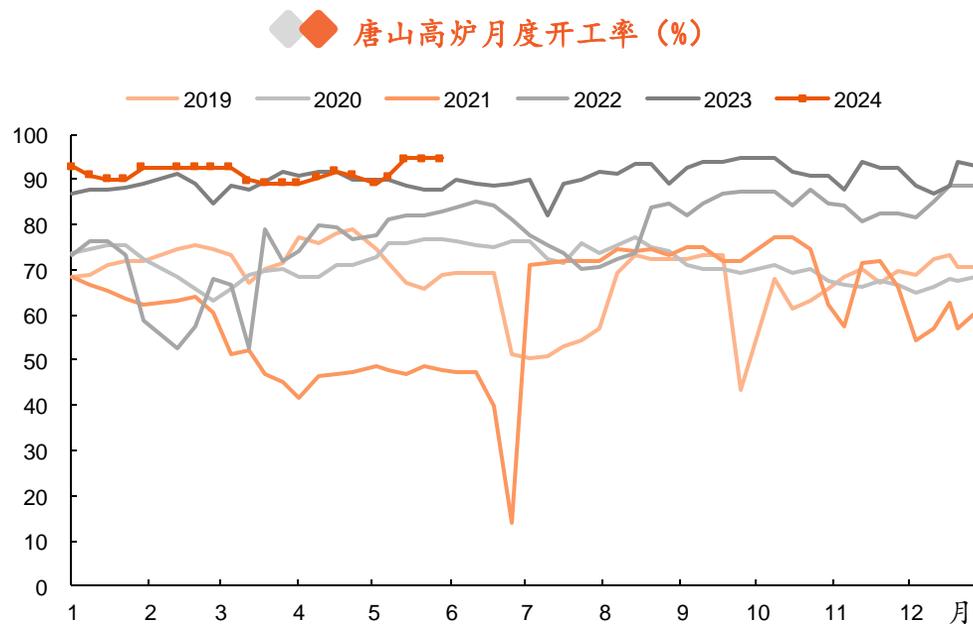
◆ 甲醇、乙二醇、纯碱开工率(%)和化工品月度耗煤量(万吨)





建材&冶金用煤：经济复苏+政策发力，水泥和高炉开工回暖

- ▶ 冶金、水泥等行业需求有望受益于经济回暖、地产政策持续发力而逐步改善。2024年以来，各地楼市宽松政策密集出台，从降低首付比例至最低15%、降低个人住房贷款利率、多地陆续解除限购等多方面提振地产需求，随着杭州、西安限购措施的解除，目前全国仅余北上广深及天津部分区域、海南省保留限购政策。
- ▶ 受益于地产链需求回暖预期，水泥开工率回暖，有望保持上行趋势，后市主要关注地产政策落地后的房市边际复苏迹象。冶金下游主要是粗钢生产，钢厂高炉使用动力煤进行加热，今年以来唐山高炉开工率仍保持高位运行，5月底国务院发布《2024—2025年节能降碳行动方案》要求继续实施粗钢产量调控，后市钢铁市场或呈需求复苏和产能调整并行，进而带动冶金用煤需求回暖。



CONTENT

目录



第二部分 磷化工：磷矿增量有限，磷肥旺季将开启

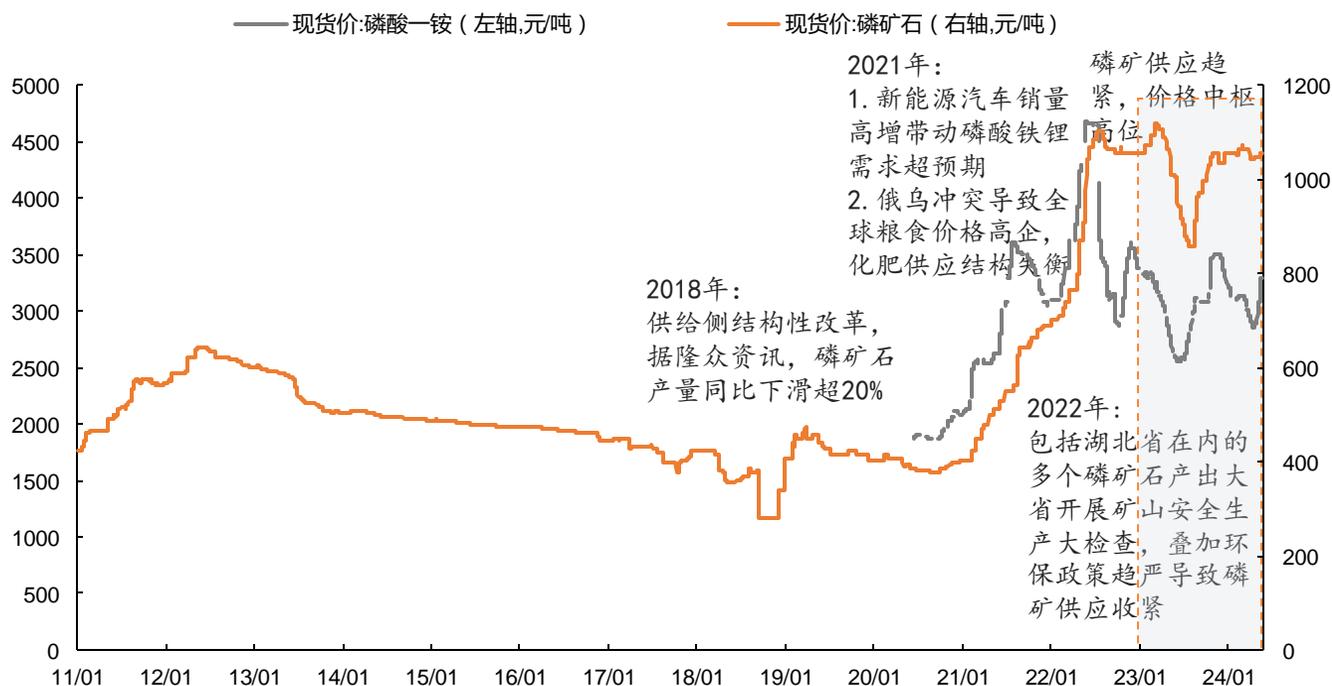
- ◎ 供给端：矿权出让政策收紧，短期结构性缺矿仍存
- ◎ 需求端：磷肥旺季行情将开启，磷酸铁锂需求保持高增



磷矿价格高位持稳，磷酸一铵供应紧张提前开启涨价

- 磷酸盐增量需求的释放是开启磷化工涨价的动力，而上游磷矿石供应的收紧则是支撑价格中枢高位的核心。
- 复盘磷矿和磷肥价格走势：2024年上半年磷矿价格高位持稳，矿山安全监管和环保趋严形势下，自2021年以来的供应偏紧局势仍在延续。相较于2023年随着下游磷肥淡旺季呈现明显的季节性波动，今年上半年磷矿价格走势更为平稳，价格中枢位于1050元/吨（据wind数据）。磷肥在磷矿成本高位支撑下，价格中枢上移，年内随季节性波动，但今年5月以来磷酸一铵提前开启涨价，主要是淡季停产检修导致供应阶段性紧张。我们认为后市磷矿价格中枢仍将保持坚挺，磷肥备肥旺季正式开启后，价格高位有支撑。

磷矿石和磷肥长期价格走势



2023-2024年磷矿石价格走势



资料来源: ifind, 平安证券研究所

CONTENT

目录



第二部分 磷化工：磷矿增量有限，磷肥旺季将开启

- 供给端：矿权出让政策收紧，短期结构性缺矿仍存
- 需求端：磷肥旺季行情将开启，磷酸铁锂需求保持高增



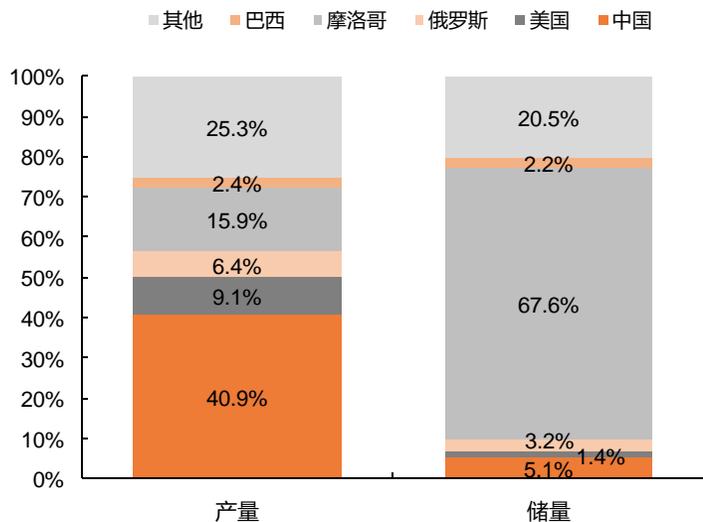
磷矿：国内矿权出让收紧，供应结构性短缺

- 全球磷矿石供应以我国为主，但由于前期大量开采，我国磷矿石面临储采比偏低、高品位矿源趋减的问题。
- 自2017年以来，我国矿山安全监管和环保政策趋严，磷矿石产量减少，近两年供应持稳为主；2022年前我国磷矿石仍以出口为主、进口较少，但随着我国矿权出让的收紧，国内呈结构性缺矿局面，**2023年我国磷矿石进口量大幅增加，2024年1-4月进口量远高于出口量，且已超过2023年总进口量的3/4**，侧面印证目前国内磷矿供应偏紧的局面。

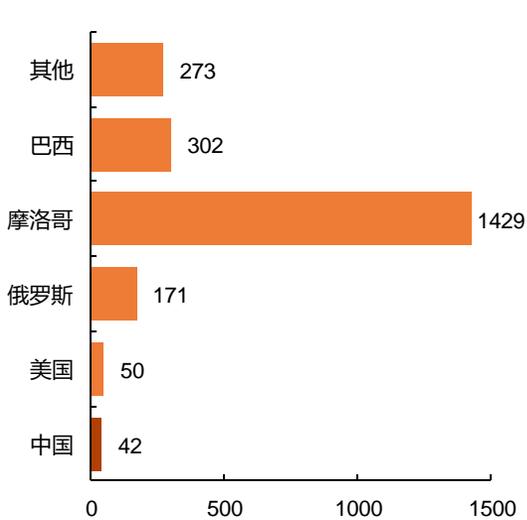
我国磷矿石进出口量（吨）



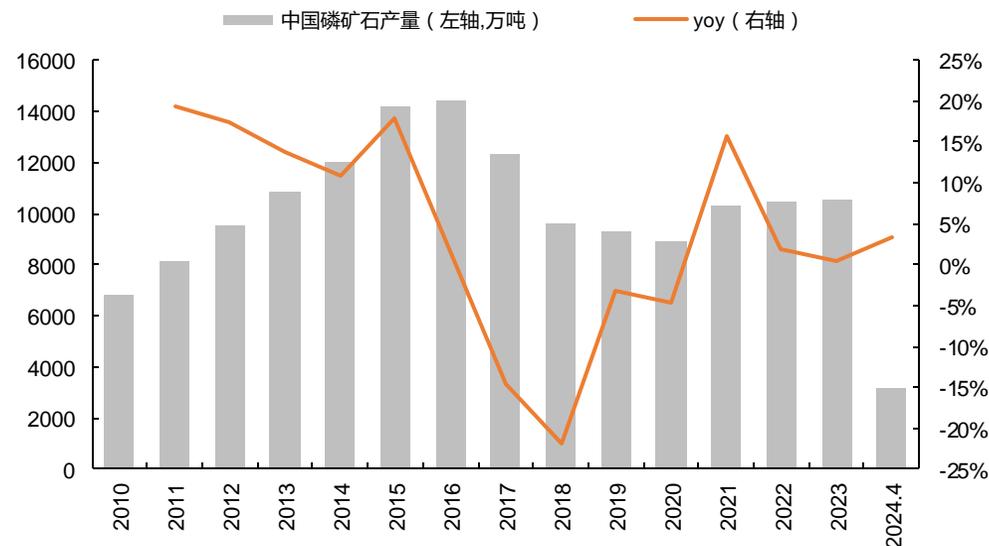
2023年全球磷矿石产量和储量分布



2023年磷矿储采比（倍）

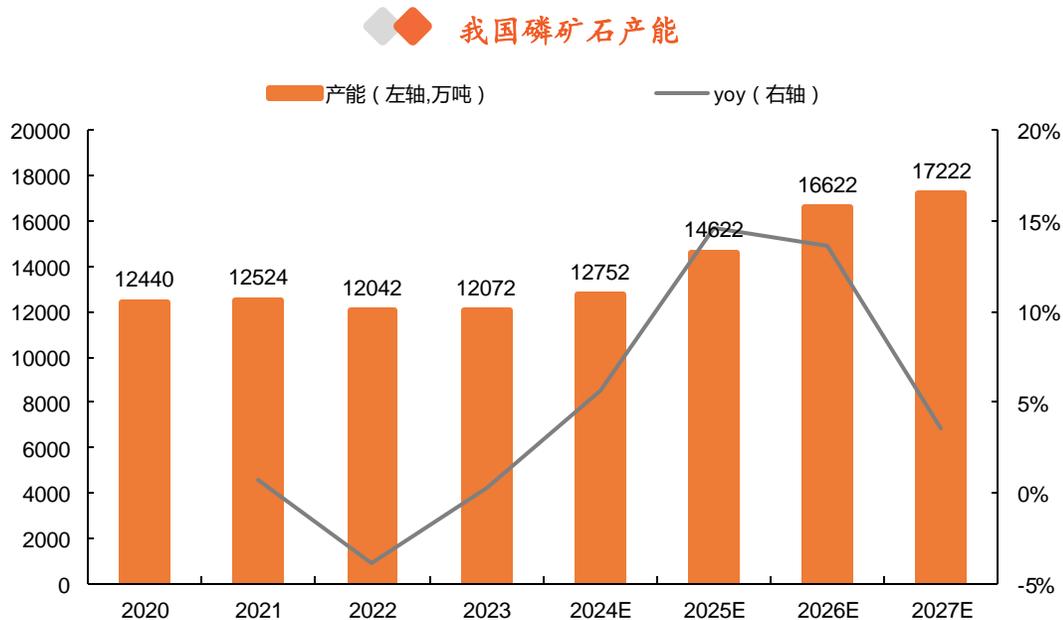


我国磷矿石产量及同比增速



磷矿：2024年国内增量有限，集中放量或于2025年下半年开启

➤ 磷矿建设周期长，过程中不确定性较大，新建磷矿建设周期大约需要6-7年。据百川盈孚，2020-2023年我国磷矿产能基本持平；根据我们的梳理，2024年我国磷矿新增产能有限，预计增量大约在680万吨；假设各项目按计划如期推进，我国磷矿产能的集中投放预计将出现在2025年下半年，2025年新增产能约在1870万吨，综上，2024-2025年上半年我国磷矿供应或仍呈偏紧状态。



我国新建磷矿产能 (万吨)

单位-万吨	2023产能	在建产能	投产时间	磷矿名称	项目近况
川发龙蟒	350	60	2024年底	绵竹板棚子	积极推动复产工作
瓮福集团	750	200	2024年底	福泉英坪深部	2024年底建成,2025达产
放马山中磷矿业		150	2024年底	莲花山磷矿	2022年7月开工
西南能矿	--	50	预计2024	银厂沟磷矿	2020年10月开工
华西矿业	--	150	2024年	浴华坪磷矿	2023年完成矿山基建
贵州源翼	100	70	预计2024	瓮安磷矿	预计2024年投产
2024年新增产能预计:		680			
金诚信	15	80	2025年	两岔河磷矿	南采区投产,北区在建
芭田股份	90	110	2025年	小高寨磷矿	基础建设已基本完成
金正大	30	200	2025H1	马路槽磷矿	2023年底项目进度15%
翁福集团	750	150	2025.8	福泉磨坊深部	2025.6建成、8月投产
三宁化工	100	400	2025年	麻坪磷矿	2024.2完成70%工程量
西南能矿	--	250	2025H2	摩天冲磷矿	2022.8开工,建设期3年
和邦生物	--	100	2025年	马边烟峰磷矿	2022.3开工建设
		120	--	汉源刘家山	2023.2环评报批
远安祥云	--	180	2025年	高峰磷矿	2020.6环评,建设期5年
新洋丰	90	180	2025年底	保康竹园沟	2023H1建设进度约15%
湖北神农	183	100	2025年	寨湾磷矿	2022.4开工,建设期3年
2025年新增产能预计:		1870			

资料来源：各公司公告，各项目环评公示，生态环境局，卓创资讯，百川盈孚，平安证券研究所

CONTENT

目录



第二部分 磷化工：磷矿增量有限，磷肥旺季将开启

◎ 供给端：矿权出让政策收紧，短期结构性缺矿仍存

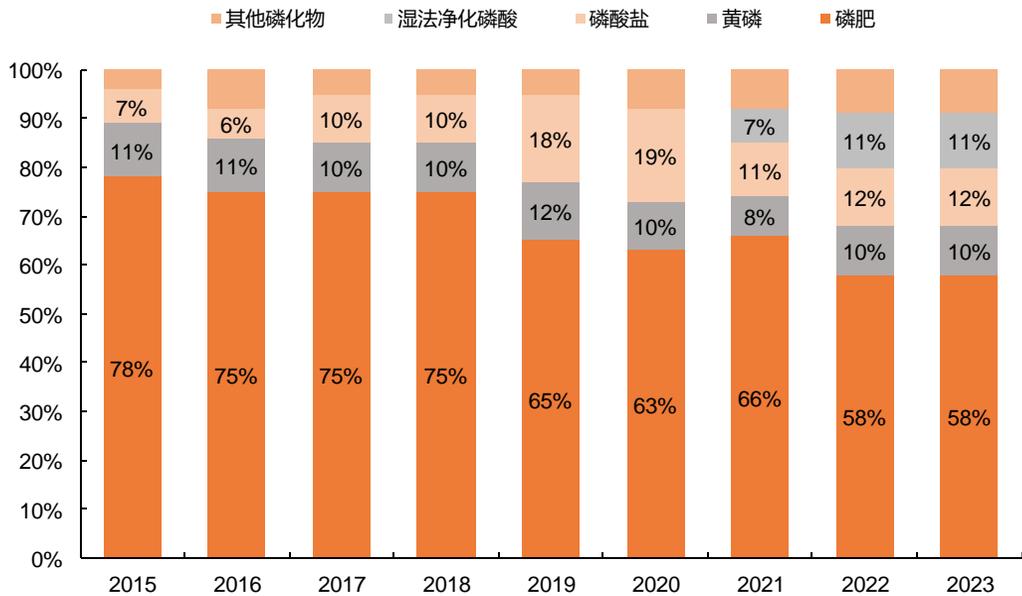
◎ 需求端：磷肥旺季行情将开启，磷酸铁锂需求保持高增



磷肥旺季将迎，湿法磷酸需求保持高增

据卓创资讯数据，磷肥仍是磷矿石下游最大的应用领域，2023年磷矿需求中磷肥占比达58%；新能源汽车和储能需求爆发驱动磷酸铁锂电池产销高增，作为原料的湿法净化磷酸需求提升明显，2023年其在磷矿需求中占比为11%；黄磷在磷矿需求中占比稳定在8-12%左右，主要是电炉法制备黄磷存在高能耗、高污染、高碳排的问题，因此产能规模严格受控。2024年5月国务院印发《2024—2025年节能降碳行动方案》，再次指出严控炼油、电石、磷铵、黄磷等行业新增产能，磷铵和黄磷产能长期将呈下降趋势，随着低能效、高能耗产能的持续淘汰出清，产业供应格局有望优化。参考卓创资讯和观磷网预测数据，预计2024年下游产品消耗磷矿总量维持小幅增长，磷矿供需仍将呈现偏紧的局面。

磷矿需求结构



磷矿下游主要产品耗磷量

需求量: 万吨	磷矿单耗-吨	2022	2023	2024E
磷肥-磷酸一铵	2	990	1025	1000
磷肥-磷酸二铵	2	1210	1230	1250
重过磷酸钙	3.2	80	80	80
工业级磷酸一铵	3.5	200	200	200
饲料级磷酸钙盐	2	270	245	240
黄磷	10	88	85	83
磷酸铁锂	2	126	167	193
湿法净化磷酸	4.5	220	230	250
其他磷化物耗磷矿量:		300	300	300
合计耗磷矿量:		9094	9271	9371

资料来源：卓创资讯，观磷网，平安证券研究所



三季度旺季行情将开启，磷肥价格有望阶段性走高

- 磷肥以磷酸一铵和磷酸二铵为主，可以促进植物根系发育，用肥期主要在春季早期（冬储备肥）和秋季成熟期两季。
- 磷肥供需结构和价格走势呈季节性波动调整。2024年一季度春耕期磷肥价格下行主要受国内备肥充足、下游需求较低迷、低端价位及保底政策陆续出现等因素影响，今年3月中旬受化肥可报检出口消息提振，磷肥价格相对坚挺；二季度进入夏季高氮肥生产旺季，春耕行情收尾，磷肥转入传统淡季、需求持续降温、价格下行，4月部分磷肥工厂开始停车检修，5月下旬磷酸一铵受生产企业开工率和库存低位、下游复合肥企业增加补货，短期供需阶段性偏紧；展望下半年，三季度-秋季是传统磷肥备肥旺季，待旺季开启需求复苏后，磷肥价格有望阶段性上调；四季度进入农肥冬储阶段，冬储刚需提振景气度，参考往年走势，四季度磷肥价格环比有望持续走高。

农作物生长周期及用肥时间

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
单季稻												
早稻												
晚稻												
春玉米												
秋玉米												
冬小麦												
春小麦												
大豆												
棉花												
尿素	备肥		小麦-尿素20%		玉米及水稻-浓度60%			小麦底肥20%				
复合肥			夏季高氮肥50%-备肥			秋季高磷肥20%-备肥			冬储复合肥			

资料来源：ifind，中肥化肥网，平安证券研究所

磷酸一铵和二铵价格价差走势



注：价差=现货价-1.7*磷矿石现价-0.13*合成氨现价-0.7*硫磺现价，数据来自ifind



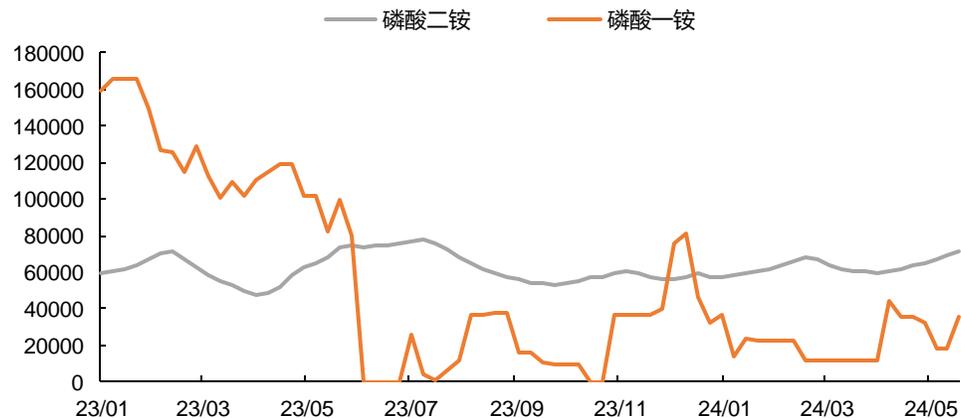
注：价差=现货价-1.7*磷矿石现价-0.23*合成氨现价-0.5*硫磺现价，数据来自ifind



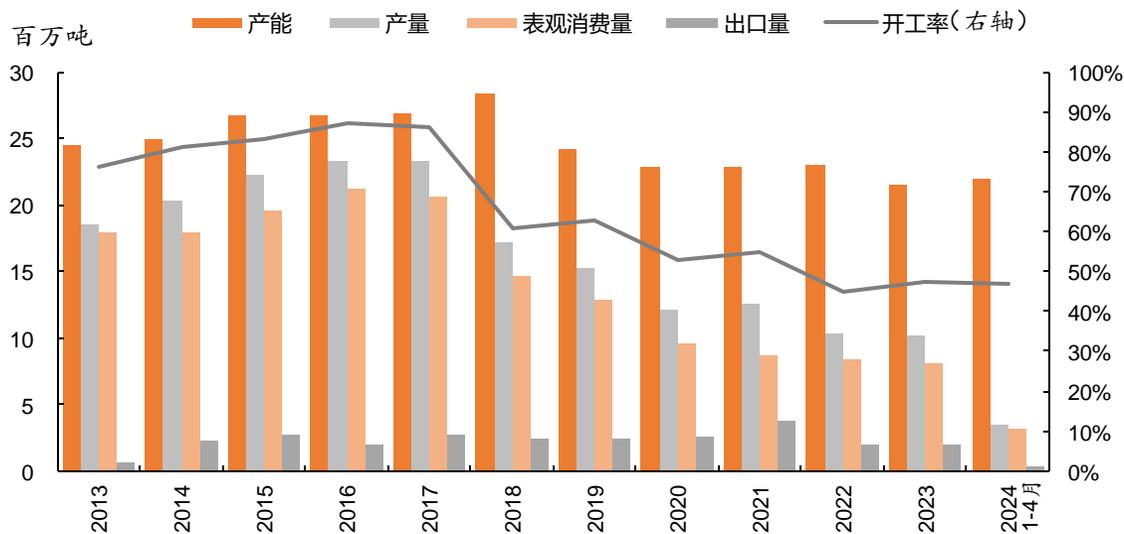
国内磷肥产能边际趋减，供应结构逐步改善

- 国内对磷肥产能控制较严，近年来我国磷酸一铵和二铵产能稳中有降，供应边际趋减，出口量在2021年10月部分化肥产品实施出口检验后有所下降，消费量持稳为主，国内磷肥整体供需结构较为平衡。2024年1-4月我国磷酸一铵开工率维持在50%左右的较低水平，库存处于相对低位。
- 2022年4月，工信部等六部门发布《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》，指出要严控磷铵、黄磷等行业新增产能，加快低效落后产能退出，政策驱动国内磷铵供应结构改善、产能集中度提升。

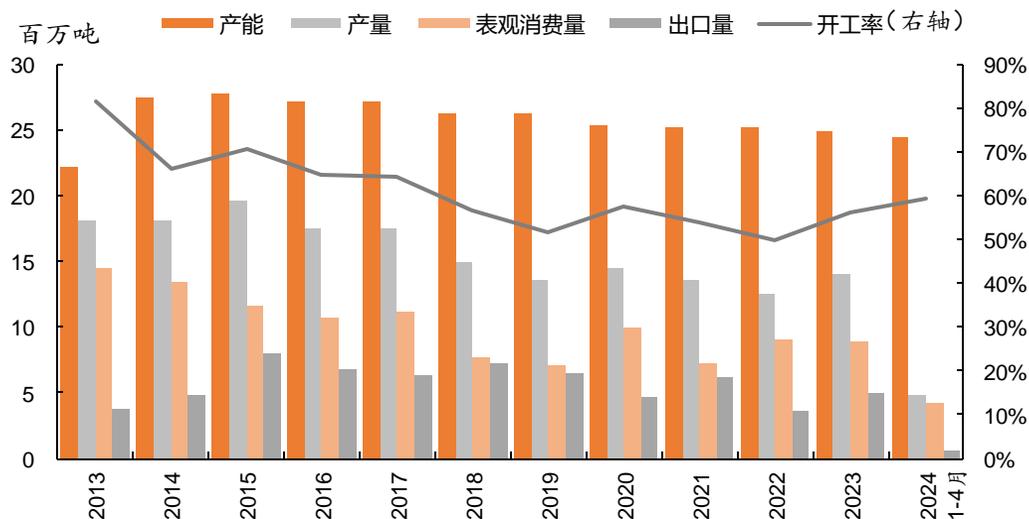
国内磷酸一铵和二铵库存量 (吨)



国内磷酸一铵供需、出口及开工率



国内磷酸二铵供需、出口及开工率



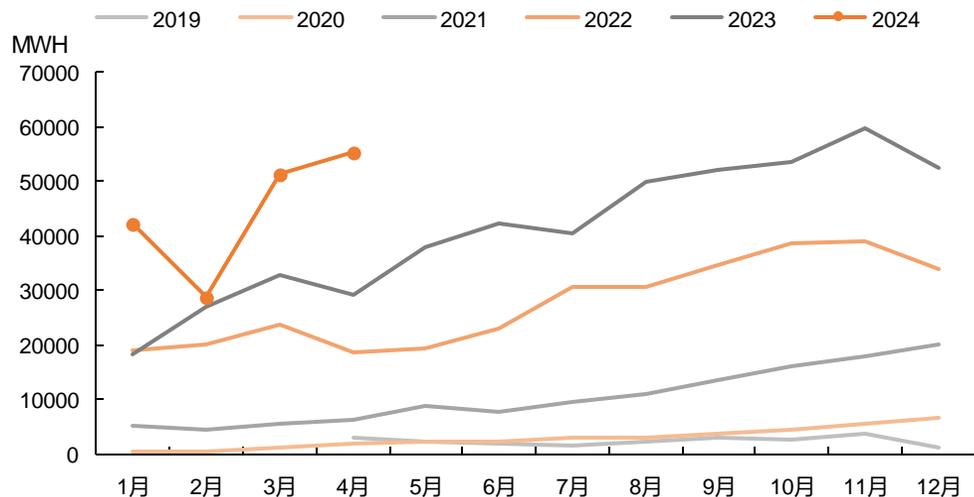
资料来源：百川盈孚，平安证券研究所



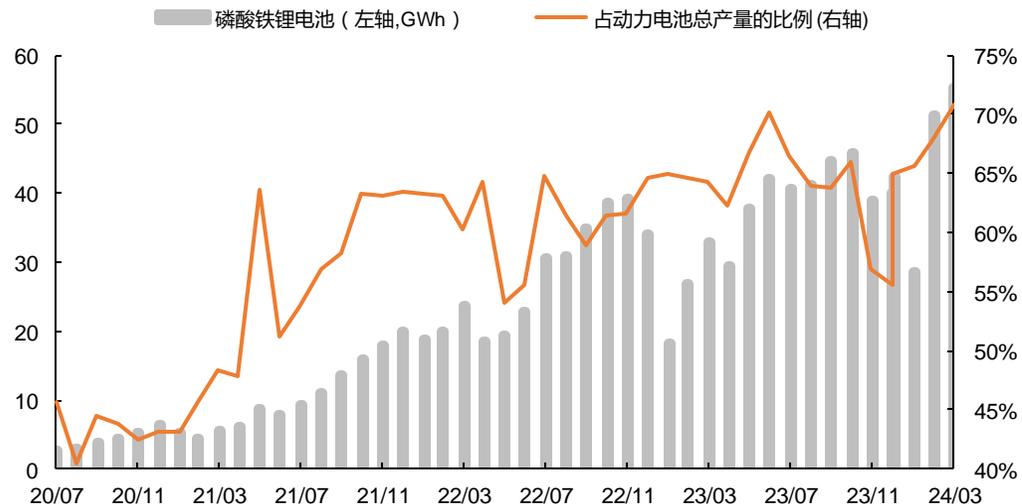
铁锂电池产量高增、占比提升，推动湿法磷酸需求增加

- 新能源市场爆发式增长，电动汽车加速渗透，新型储能新增并网装机高增，带动磷酸铁锂电池需求释放，进而打开原料湿法净化磷酸新需求空间。2024年1-4月，除2月因春节假期和终端传统淡季影响产量下调外，其余月份我国磷酸铁锂电池产量增速仍显著，且因价格优势，其在动力电池中的占比提升明显至70%以上，据wind数据，2024.1-4月我国磷酸铁锂产量同比增长65.6%至117.8GWh。
- 据GGII预计，2024年我国动力和储能电池出货量有望超820GWh和200GWh，同比增长超20%和25%，假设动力电池中磷酸铁锂占70%，储能锂电池中全部使用磷酸铁锂，据云天化公开披露信息，1GWh磷酸铁锂电池需2500吨左右正极材料，生产1吨磷酸铁锂正极需消耗2吨左右磷矿石，测算得2024年我国磷酸铁锂带来的磷矿石需求量大约为387万吨。

我国磷酸铁锂电池产量(包含动力和储能)



我国磷酸铁锂电池在动力电池中的占比震荡提升



CONTENT

目录



第三部分 氟化工：HFCs供应锁定，内需出口共振向上

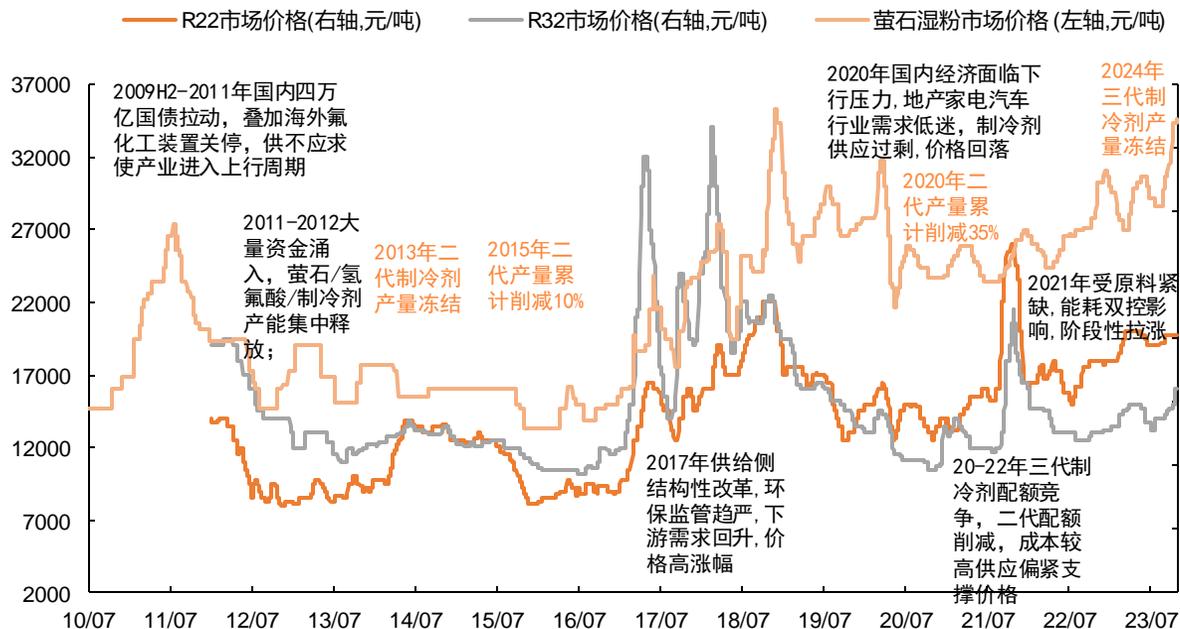
- ◎ 供给端：萤石供应趋减态势，HFCs生产总量锁定
- ◎ 需求端：内需出口共振上行，政策驱动换新需求释放



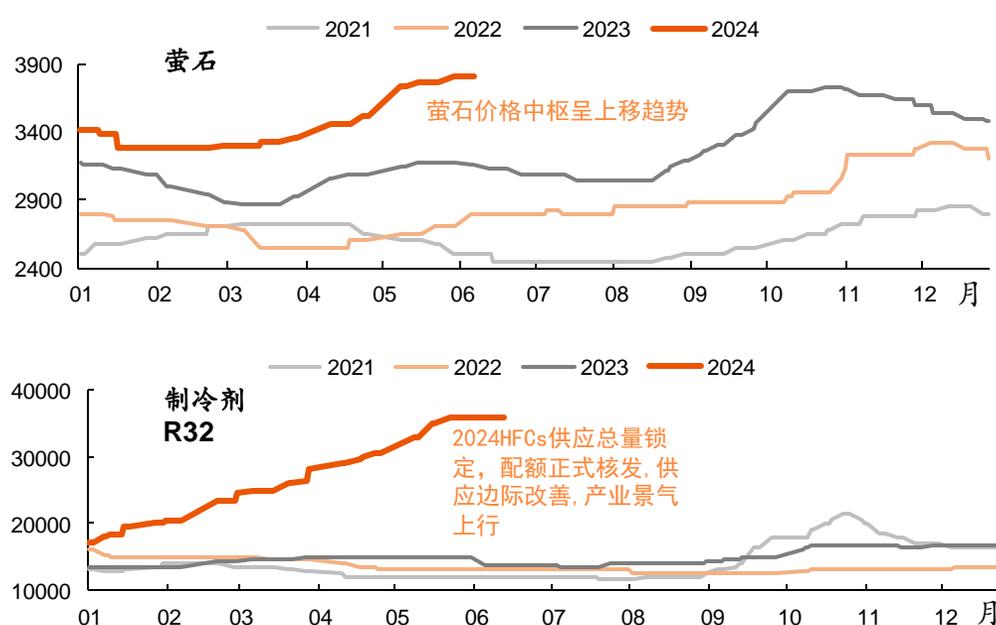
2024年HFCs供应锁定、供需改善，上半年制冷剂价格高涨

- 我国萤石资源供应长期趋紧，价格中枢呈抬升趋势。自2017年以来，供给侧结构性改革之下，环保和安全监管趋严，萤石供应收紧，价格高涨，此后因符合开采要求的优质资源稀缺性凸显，当终端需求面临下行压力时，萤石价格仍高位持稳。2022年-2024年上半年，国内萤石价格重回上行通道，价格中枢趋势性震荡上移。据百川盈孚，2024年上半年萤石均价同比提高约6%。
- 三代制冷剂HFCs供应锁定，供需格局改善，主流品种价格高涨。2024年我国三代制冷剂供应总量限定在74.6万吨，供应确定性收紧，需求端今年1-4月家电和汽车内需出口表现超预期，叠加全国性以旧换新补贴政策驱动存量置换需求加速释放，据百川盈孚，年初至今三代制冷剂R32价格涨幅超100%。

萤石和主流制冷剂价格走势



萤石和制冷剂R32价格走势(元/吨)



资料来源：百川盈孚，平安证券研究所



萤石矿：环保和安全监管趋严，供应偏紧是长期趋势

- 萤石供应持续趋紧的原因：1、萤石企业集中度低，小而散的企业多，2017年以来大量小型企业因安全问题、矿山储量减少和品位下滑导致开采量不满足最低标准等原因而面临不可逆的减停产甚至淘汰出清；2、我国萤石矿山储采比低且17-23年逐年下降，作为不可再生资源，大量开采会造成不可逆的资源趋减甚至枯竭，各地保护性开采政策和环保政策持续趋紧是必然，2020年以来我国矿权投放不断收紧，2024年安全监管形势再加严，我国开展全国萤石矿山安全专项整治，3-5月自查自改阶段，6-7月进入重点检查阶段，8月抽查和总结，严监管下萤石矿山时有面临暂停产整治的事件，供应持续收紧或将成为长期趋势；3、新增的新疆和内蒙古矿山勘探调查工作困难，且内蒙项目萤石矿运至国内的运费成本高、海外工厂建设困难，中短期对萤石总供应增量或仍有限。综上，我们认为供应长期趋减态势下，萤石价格具备韧性，阶段性供不应求有望推涨价格上行，看好长期价格中枢上移。



资料来源：百川盈孚，平安证券研究所

CONTENT

目录



第三部分 氟化工：HFCs供应锁定，内需出口共振向上

● 供给端：萤石供应趋减态势，HFCs生产总量锁定

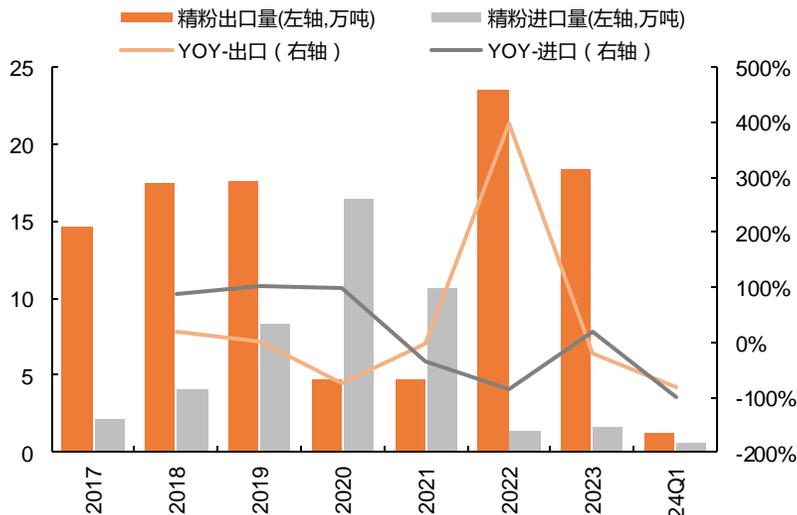
● 需求端：内需出口共振上行，政策驱动换新需求释放



萤石：产量逐年趋减，库存降至低位

- 我国是萤石最大产销国，近年来产量和进口精粉量下滑明显。供应方面，矿山安全检查趋严和优质资源逐渐枯竭的环境下，国内萤石产量正逐年趋减，据百川盈孚数据，2024年1-5月我国萤石精粉产量同比下降10.4%；进出口方面，自2022年墨西哥和加拿大大矿山减停产后，我国萤石精粉进口量降幅明显，24Q1国内供应相对紧张情况下，我国萤石进出口分别同比下降99.8%和83.4%。
- 2024年开展的全国性萤石矿山安全专项整治促使大量小型老矿山停产整顿，国内供应面临进一步收紧，萤石精粉库存已降至2021年以来低点，后续整顿矿山重启尚存较大不确定性，萤石供应紧张局面或将长期存在。

我国萤石精粉（氟化钙>97%）进出口量



2022年以来我国萤石精粉产量趋减



我国萤石精粉库存降至低位

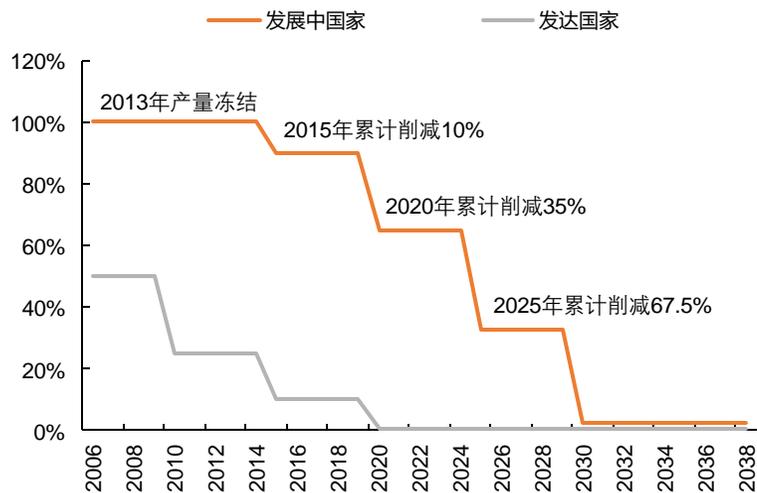




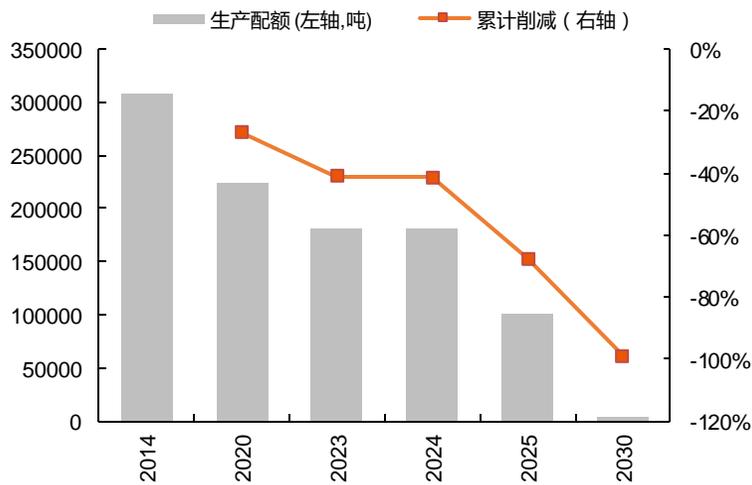
二代制冷剂：配额提前缩减，到2025年需累计削减67.5%

- 据生态环境部发布的公告，2023年我国对二代制冷剂HCFCs配额提前削减，2013-2023年R22生产配额累计削减41%至18.18万吨，同比下降19.1%；2024年HCFCs配额总量维持稳定，总生产配额约21万吨，主流品种R22、R141b、R142b配额均和2023年相近。
- 根据基加利修正案的削减时间表，发展中国家到2025年需累计削减67.5%的HCFCs（含氢氟氯烃）产量，预期2025年我国二代制冷剂生产配额将进一步削减至12-13万吨左右，其中主要品种R22供应将同比下降44.5%（约8万吨）至10万吨左右。制冷剂供应确定性收紧叠加下游空调冰箱需求增势向好，年初以来R22价格持续上涨，价差显著增厚。

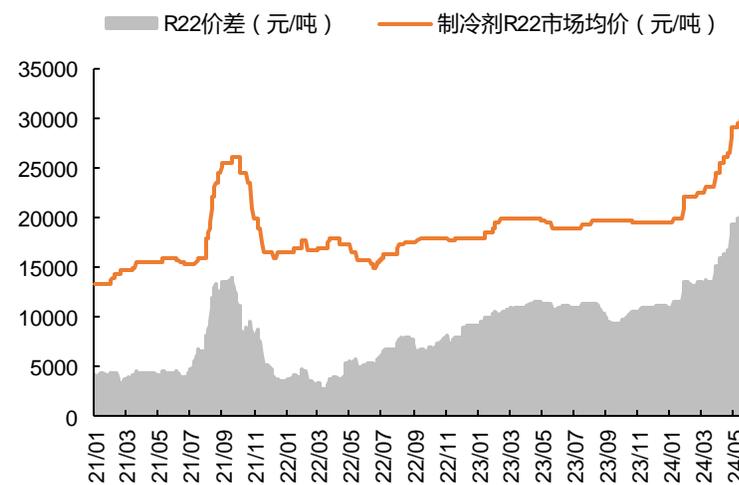
二代制冷剂配额削减时间



R22历年生产配额和累计削减幅度



R22价格价差走势

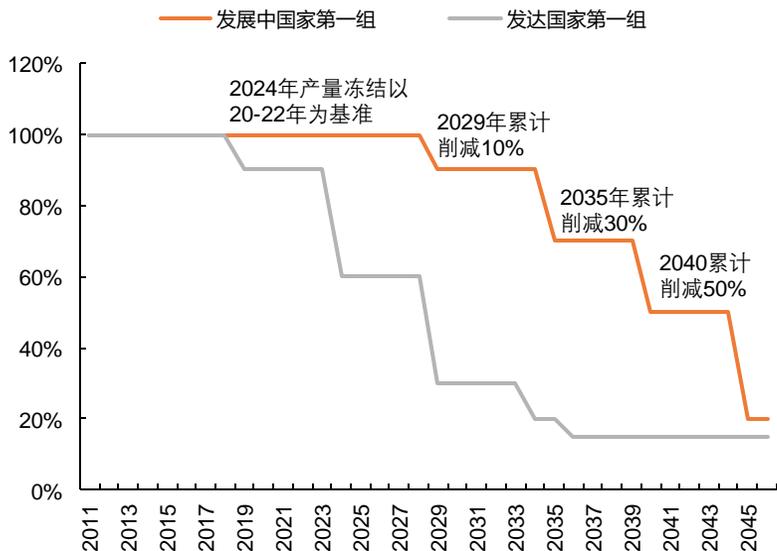




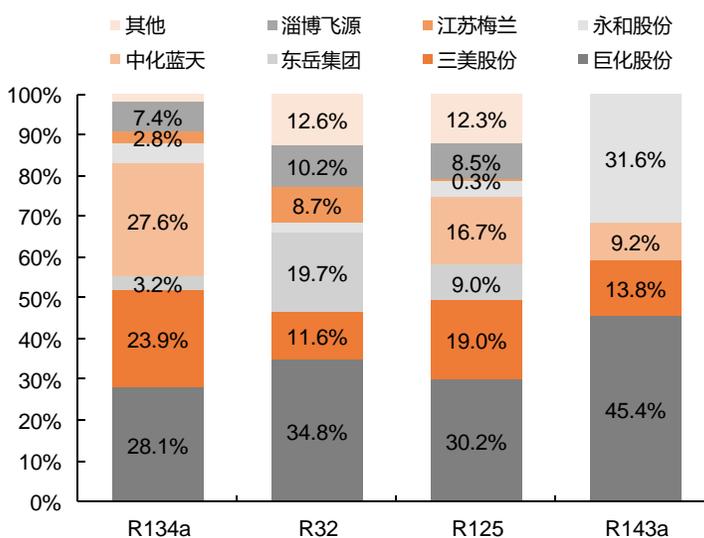
三代制冷剂：生产总量正式锁定，核发配额呈高集中度

➤ 2024年三代制冷剂供应总量正式锁定（2020-2022年行业总产量均值），配额正式下发，呈现高集中度特征。2024年我国三代制冷剂HFCs生产总量确定，各企业生产和出口配额核发，HFCs各品种总生产配额量(不含R23)锁定在74.6万吨，其中出口配额总量约40.6万吨，占比54.4%。据氟务在线，三代制冷剂实际下发量和2020-2022年行业总产量均值74.67万吨（剔除不受控的化工原料用途R152a产量）水平相近。主要品种R32、R125、R134a、R143a、R152a、R227ea总生产配额分别为23.96、16.57、21.57、4.55、3.27、3.13万吨，其中出口配额分别为9.76、10.56、13.30、3.43、2.49、0.38万吨；头部供应商巨化股份、三美股份、东岳集团、中化蓝天(昊华)、永和股份、淄博飞源（拟由巨化控股）等分配配额占比分别达30.7%、16.0%、10.5%、13.1%、7.6%、7.4%。

三代制冷剂产量削减时间表



2024年主要企业三代制冷剂总配额占比



2024年HFCs各品种生产出口配额

HFCs	总生产配额-吨	各品种占比	内用生产配额-吨	出口配额-吨	出口占比
R32	239563	32.1%	141939	97624	40.8%
R125	165668	22.2%	60083	105585	63.7%
R134a	215670	28.9%	82639	133031	61.7%
R143a	45517	6.1%	11169	34348	75.5%
R152a	32671	4.4%	7801	24870	76.1%
R227ea	31278	4.2%	27521	3757	12.0%
R236ea	141	0.02%	--	141	100.0%
R236fa	842	0.1%	147	695	82.5%
R245fa	14160	1.9%	8682	5478	38.7%
R41	50	0.01%	16	34	68.0%
R23	2952	--	2348	604	20.5%
合计	745560	100%	339997	405563	54.4%

资料来源：生态环境部，平安证券研究所

CONTENT

目录



第三部分 氟化工：HFCs供应锁定，内需出口共振向上

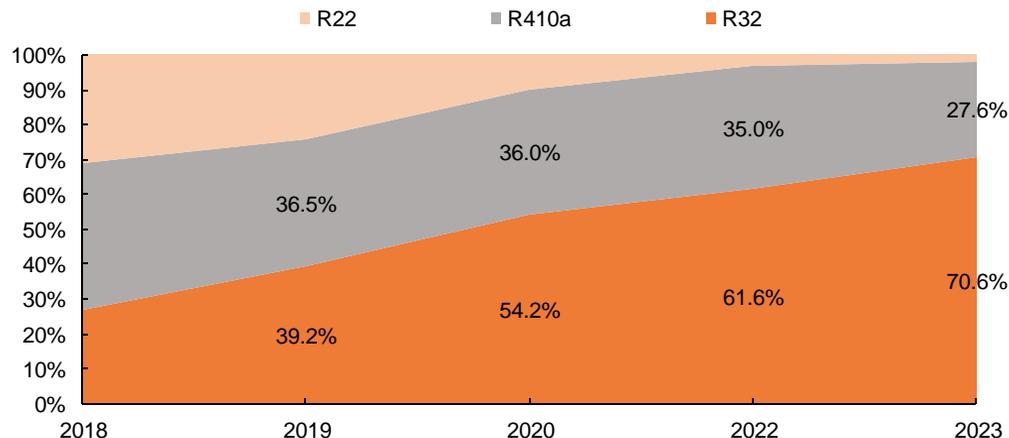
◎ 供给端：萤石供应趋减态势，HFCs生产总量锁定

◎ 需求端：内需出口共振上行，政策驱动换新需求释放

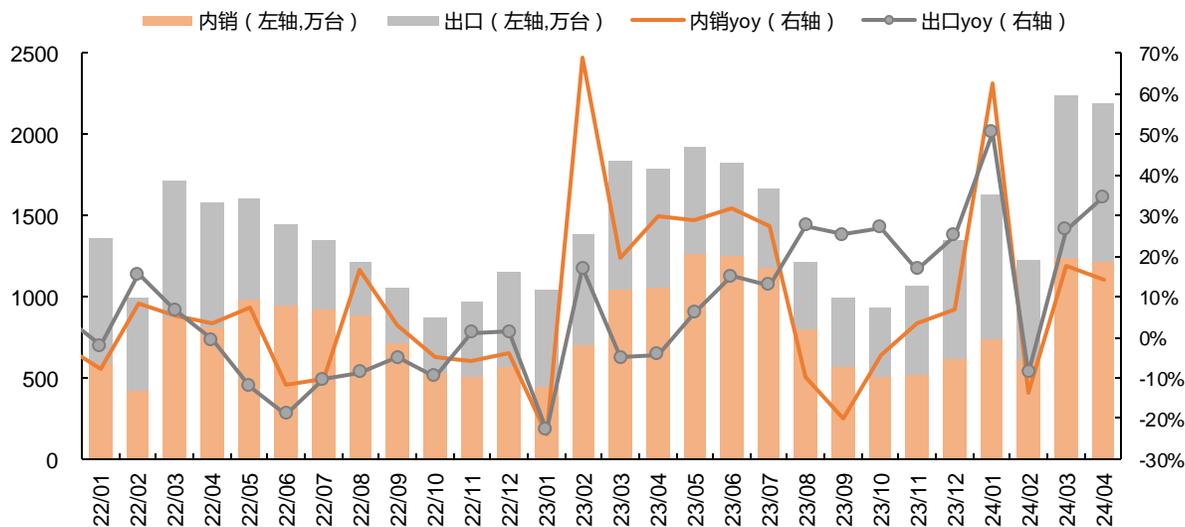
国内经济复苏一带一路国家需求高增，空调内销出口表现亮眼

- 三代制冷剂R32加速替代R22和R410a，已成为国内空调新装市场主要冷媒。据产业在线，2019-2023年，R32在新装家用空调冷媒占比已从39.2%快速提升至70.6%，未来有望在存量维修市场加速渗透。
- 2024年国内经济渐复苏叠加全国性消费品以旧换新补贴政策刺激，家用空调产销呈超预期高增，同时一带一路共建国家在政策红利下消费品需求持续增长，带动家电出口数据表现亮眼。据产业在线，今年1-4月我国家用空调产销量均同比高增20%，内销和出口分别同增16%和25%；今年6月我国家用空调排产同比增加18.5%，延续3月旺季以来较好的增势。

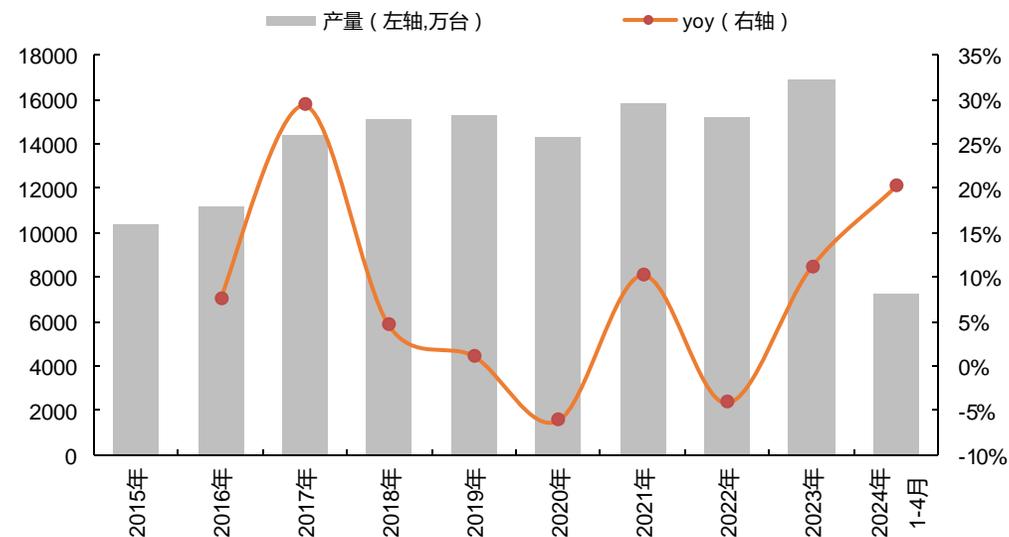
我国家用空调市场R32冷媒占比快速提升



2024年3-4月我国家用空调内销和出口数据表现向好



2024年前4月我国家用空调产量同比增长20%



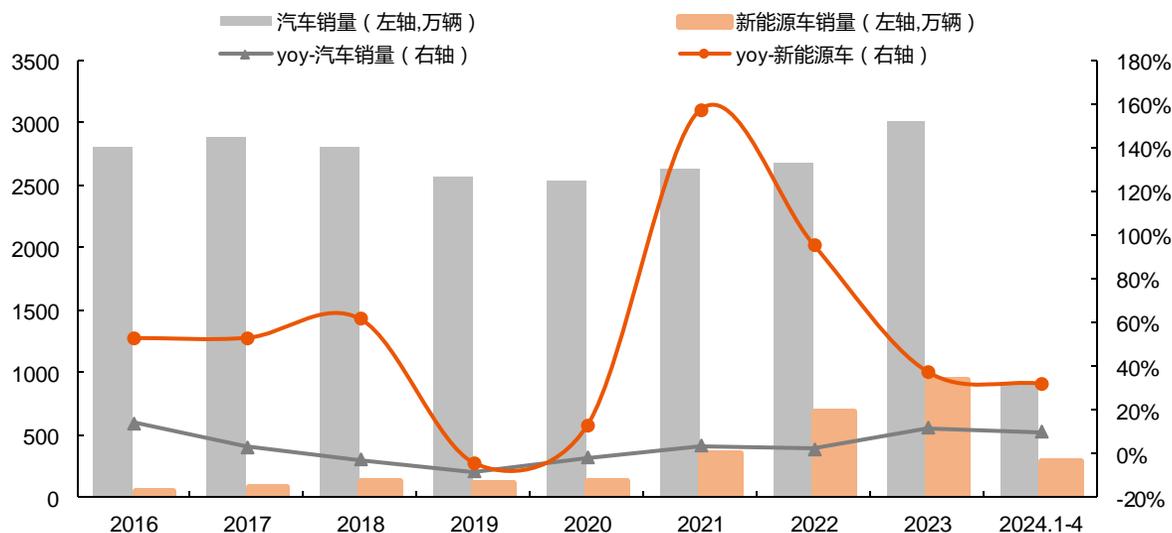
资料来源：产业在线，ifind，平安证券研究所



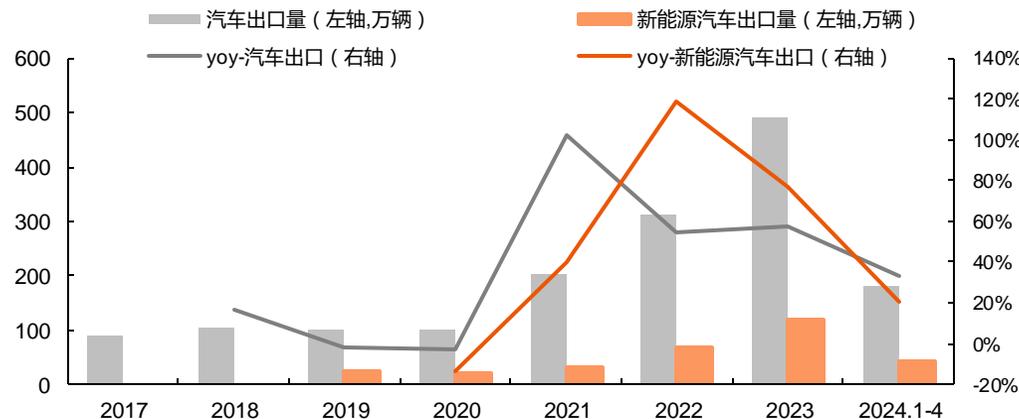
汽车内需出口共振上行，换新补贴驱动存量置换需求释放

- 目前汽车制冷剂、气雾剂（汽车后市场）中冷媒以三代R134a为主。
- 2024年我国汽车内需和出口仍维持超预期的较高增势，新能源汽车需求释放成为主要驱动力，其在汽车消费中的渗透率不断提升。2024年前4月，我国汽车和新能源车销量同增10%和32%，出口同增33%和21%。
- 我国汽车市场已进入增量和存量并重时代，存量置换在汽车消费中占比不断提升，其中较大比例需求增量来自向新能源汽车结构化转型，2024年新一轮全国性以旧换新政策加码，推动汽车换新需求释放。

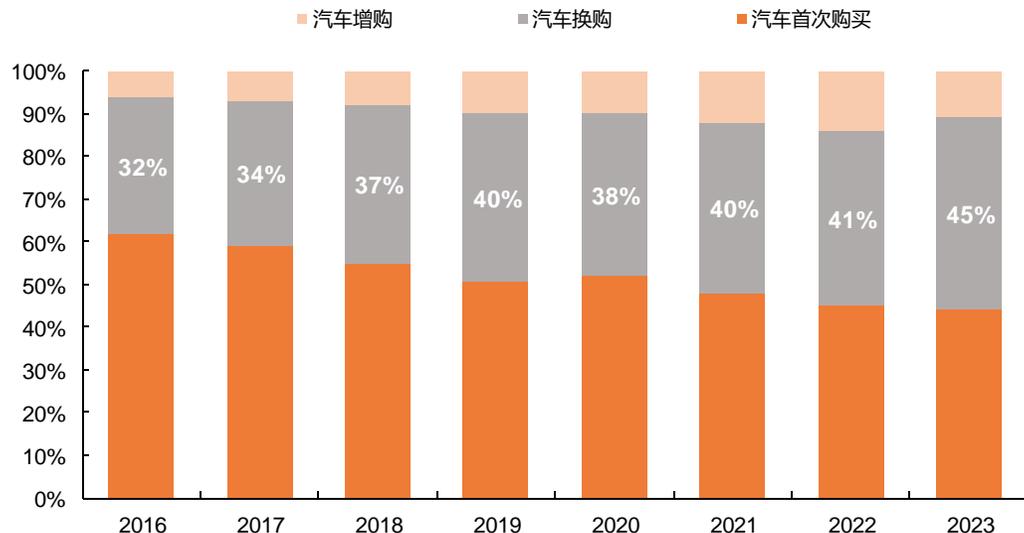
2024年前4月我国汽车和新能源汽车销量同增10%和32%



2024年前4月我国汽车和新能源车出口同增33%和21%



我国汽车首购和增换购比例



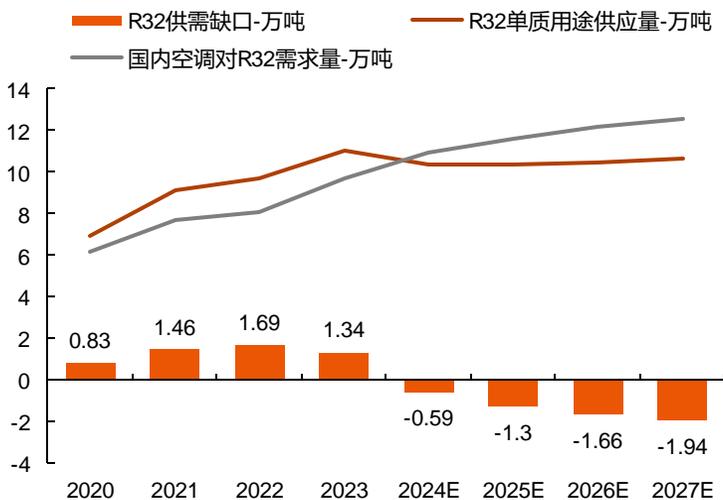
资料来源: ifind, Gangtise, 国家信息中心, 平安证券研究所



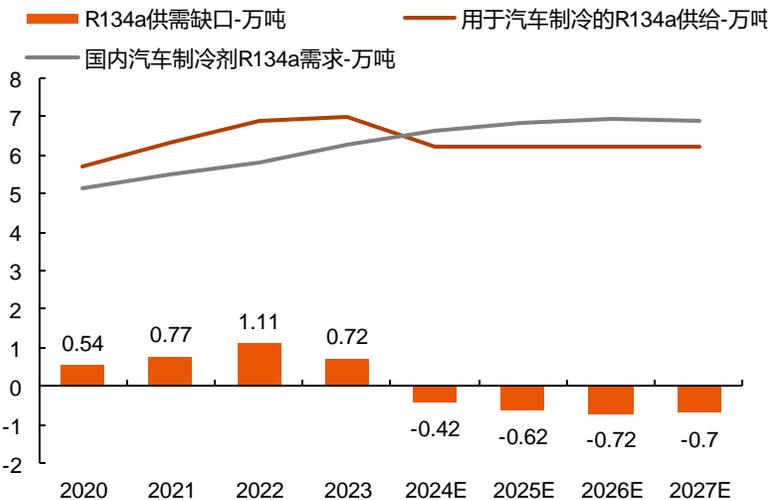
供需结构判断：制冷剂R32和R134a供需缺口或将进一步拉大

- 2024年以来制冷剂供应确定性收紧叠加下游需求保持较好增势的情况下，国内R32和R134a库存呈持续下行态势。根据我们在《巨化股份(600160.SH)：氟化工一体化龙头，HFCs配额全国第一》深度报告中的假设和测算，预计2024-2027年空调主流制冷剂R32和汽车主流制冷剂R134a或将呈现供不应求的局面，且在供应端保持稳定、需求端维持正增长的预期下，供需缺口将被进一步拉大。
- 供应端，按照基加利削减法案，2024年我国HFCs产量冻结，到2029年需累计削减10%，根据生态环境部给定的2024年配额量，假设2024-2027年间单质用途空调冷媒R32和汽车制冷用途134a内用配额稳定在10.36万吨和6.2万吨。
- 需求端，一方面国内制造业逐渐回暖，加上以旧换新政策刺激家电和汽车换新需求的释放，消费品内需有望呈增长态势；另一方面一带一路共建国家的家电汽车等消费品保有量仍有较大提升空间，在政策红利驱动和全球气温上行等因素影响下，我国家电汽车出口需求有望持续保持较好的增势，进而带动相应制冷剂需求上行，预计2024-2027年R32和R134a需求年复合增速有望达6.7%和2.3%。

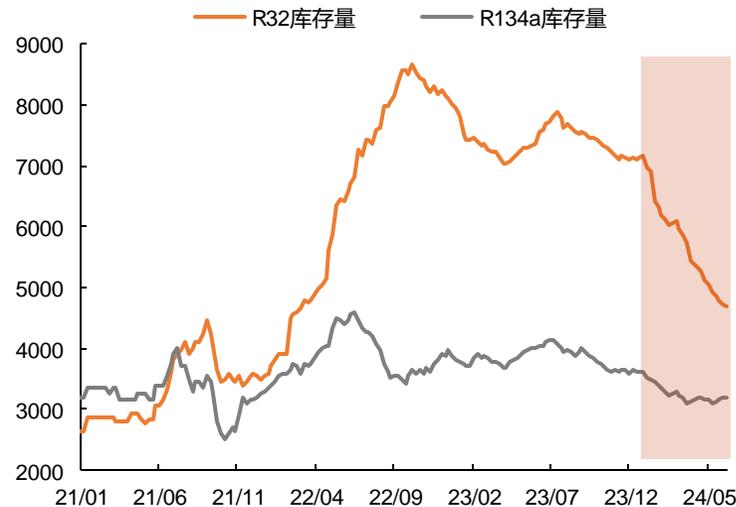
国内空调R32供需缺口测算



国内R134a供需缺口测算



国内R32和R134a库存(万吨)



资料来源：百川盈孚，平安证券研究所预测

CONTENT

目录

第四部分 投资建议和风险提示



投资建议：维持“强于大市”评级

- ▶ 我们预计下半年化工行业有望呈现内需出口逐渐回暖、部分化工品供需阶段性错配仍存的局面，被动去库阶段看好高分红龙头白马股配置价值，建议关注供应端确定性趋紧、需求端逐渐回暖的板块。
- ▶ 煤化工-煤矿增量有限，用电高峰将迎，建议关注“中特估+高分红”的资源型煤企-宝丰能源、中国神华、广汇能源、湖北宜化；
- ▶ 磷化工-磷矿供需延续偏紧格局，磷肥旺季将开启，建议关注磷矿磷肥龙头-云天化、川恒股份、兴发集团；
- ▶ 氟化工-萤石供应紧张，制冷剂HFCs总量锁定，终端家电汽车消费增势强劲，关注制冷剂和萤石龙头-巨化股份、三美股份、金石资源。

重点公司估值

股票名称	股票代码	股票价格 (元)	EPS(元/股)				P/E(倍)				评级
		2024/06/17	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
巨化股份	600160.SH	22.36	0.35	0.86	0.97	1.16	63.9	26.0	23.1	19.3	推荐
三美股份	603379.SH	39.01	0.46	1.14	1.28	1.32	84.8	34.2	30.5	29.6	推荐
金石资源	603505.SH	29.72	0.58	1.07	1.48	1.73	51.2	27.8	20.1	17.2	——
云天化	600096.SH	20.03	2.47	2.59	2.72	2.82	8.1	7.7	7.4	7.1	——
兴发集团	600141.SH	20.93	1.24	1.70	2.09	2.38	13.5	10.6	8.3	6.8	——
川恒股份	002895.SZ	18.99	1.41	1.80	2.29	2.81	21.2	14.3	9.0	8.2	——
宝丰能源	600989.SH	16.30	0.77	1.14	1.82	2.00	14.5	14.0	13.8	13.5	——
中国神华	601088.SH	43.54	3.00	3.10	3.16	3.22	9.6	8.3	6.7	5.9	——
广汇能源	600256.SH	7.62	0.79	0.92	1.14	1.29	63.9	26.0	23.1	19.3	——
湖北宜化	000422.SZ	12.24	0.43	0.78	0.96	1.18	84.8	34.2	30.5	29.6	——

资料来源：ifind，平安证券研究所，注：巨化股份和三美股份EPS为我们的预测值，其余公司EPS来自ifind一致预期



风险提示

- **经济复苏不及预期，需求低迷风险。**如果未来全球及中国经济复苏乏力、固定投资和消费低迷，或者国际贸易争端增加，化工品需求将受到较大的影响，并进一步影响化工行业景气度和相关公司的盈利水平。
- **安全监管和环保政策力度不及预期的风险。**如果矿山安全监管和环保政策实施效果低于预期，资源端供应释放进程快于预期，化工行业可能重新陷入产能过剩的状态。
- **开工率和库存、原料价格大幅波动的风险。**化工行业具有周期属性，且存在现货和期货市场，价格和库存除了受供需影响外，还受到其他诸多因素影响，波动较为频繁。如果未来因预期和非预期因素影响，化工品开工率、库存、原材料价格出现大幅波动，将对相关公司经营和盈利产生重大影响。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。